

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Hodnocení výkonnosti vybraného podniku  
Evaluation of company financial performance

Student: Bc. Veronika Glumbíková  
Vedoucí diplomové práce: Ing. Karolina Lisztwanová

Ostrava 2011

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci včetně příloh vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 až 3, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila“.

.....  
Datum

.....  
podpis

Na tomto místě bych ráda poděkovala své vedoucí diplomové práce Ing. Karolině Lisztwanové za rady, odborné vedení a příjemnou spolupráci během tvorby mé práce.

# OBSAH

<b>1</b>	<b>ÚVOD .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>METODOLOGIE EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY A SOUHRNNÝCH INDEXŮ .....</b>	<b>4</b>
2.1	KONCEPCE EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY .....	5
2.2	VÝPOČET EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY .....	6
2.3	TRANSFORMACE ÚČETNÍCH DAT PRO MODEL EVA .....	8
2.3.1	<i>NOA – operativní aktiva .....</i>	<i>9</i>
2.3.2	<i>NOPAT – výsledek hospodaření z operativní činnosti .....</i>	<i>19</i>
2.4	NÁKLADY KAPITÁLU .....	21
2.4.1	<i>Náklady na celkový kapitál .....</i>	<i>21</i>
2.4.2	<i>Náklady na cizí kapitál .....</i>	<i>22</i>
2.4.3	<i>Náklady na vlastní kapitál .....</i>	<i>23</i>
2.5	PYRAMIDOVÝ ROZKLAD UKAZATELE EVA .....	26
2.5.1	<i>Vazby mezi ukazateli a metody výpočtu .....</i>	<i>27</i>
2.5.2	<i>Grafické znázornění rozkladu EVA .....</i>	<i>29</i>
2.6	SOUHRNNÉ UKAZATELE HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU .....	30
2.6.1	<i>Bankrotní modely .....</i>	<i>31</i>
2.6.2	<i>Bonitní modely .....</i>	<i>33</i>
<b>3</b>	<b>MĚŘENÍ VÝKONNOSTI VYBRANÉHO PODNIKU .....</b>	<b>36</b>
3.1	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI FATRA, A.S. ....	36
3.1.1	<i>Oblast podnikání společnosti Fatra, a.s. ....</i>	<i>36</i>
3.1.2	<i>Události ovlivňující společnost v analyzovaném období .....</i>	<i>38</i>
3.1.3	<i>Stručný popis hospodářské situace společnosti .....</i>	<i>41</i>
3.2	HODNOCENÍ VÝKONNOSTI POMOCÍ EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY .....	48
3.2.1	<i>Úpravy rozvahy ke stanovení NOA .....</i>	<i>48</i>
3.2.2	<i>Úprava výkazu zisku a ztráty ke stanovení NOPAT .....</i>	<i>59</i>
3.2.3	<i>Výpočet nákladů kapitálu .....</i>	<i>63</i>
3.2.4	<i>Výpočet ekonomické přidané hodnoty .....</i>	<i>67</i>
3.2.5	<i>Srovnání poměrových ukazatelů a ukazatelů EVA .....</i>	<i>68</i>
3.2.6	<i>Pyramidový rozklad EVA .....</i>	<i>69</i>

3.3	HODNOCENÍ VÝKONNOSTI POMOCÍ SOUHRNNÝCH BONITNÍCH A BANKROTNÍCH MODELŮ .	
	.....	73
3.3.1	<i>Aplikace bankrotních modelů</i> .....	73
3.3.2	<i>Aplikace bonitních modelů</i> .....	74
3.4	SROVNÁNÍ ANALYZOVANÉHO PODNIKU S ODVĚTVÍM .....	75
<b>4</b>	<b>ZHODNOCENÍ ZJIŠTĚNÝCH VÝSLEDKŮ .....</b>	<b>80</b>
<b>5</b>	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>84</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>86</b>
	<b>SEZNAM ZKRATEK</b>	
	<b>SEZNAM TABULEK</b>	
	<b>SEZNAM GRAFŮ, SCHÉMAT</b>	
	<b>PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE</b>	
	<b>SEZNAM PŘÍLOH</b>	

# 1 ÚVOD

V souvislosti s měnícími se ekonomickými podmínkami a vlivy jako jsou globalizační trendy, superkonkurence, časté fúze a akvizice či otevírání nových trhů, se objevuje nutnost změny finančního řízení a to směrem k hodnotově orientovanému řízení (*value based management*). Jak akcionáři, tak potencionální investoři požadují, aby prvotním cílem managementu podniku bylo maximalizování akcionářské hodnoty (*shareholder value*), což znamená usilovat o co největší přínos pro vlastníky. Tímto přínosem jsou vyšší dividendy a také zisky v podobě růstu cen akcií.

Tradiční ukazatele hodnocení finanční výkonnosti podniku jako růst tržeb, růst zisku mají nevýhodu, že jsou odvozovány přímo z účetních výkazů, které lze ovlivňovat legálními účetními postupy, nezohledňují časovou hodnotu peněz, ani riziko. Na základě těchto skutečností se dostali do popředí hodnotově orientované ukazatele. Jedním z těchto ukazatelů je ekonomická přidaná hodnota (*Economic Value Added*, ve zkratce *EVA*). Tento ukazatel vychází z hospodářského výsledku, který je však očištěný od účetních distorzí a zároveň započítává velikost rizika, které podstupují vlastníci, v podobě nákladů kapitálu. Výsledkem aplikace *EVY* je zjištění, zda společnost vytváří přidanou hodnotu pro vlastníky nebo je naopak hodnota vložená do podnikání ničena.

Cílem diplomové práce je zhodnocení finanční výkonnosti společnosti Fatra, a.s. za období let 2006 až 2009 pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty (včetně faktorů působících na její změny) a souhrnných predikčních modelů. V diplomové práci je vybraná společnost analyzována zvenčí, a to s úmyslem vyzkoušet si náročnost a míru využitelnosti hodnocení podniku pomocí ekonomické přidané hodnoty například pro externího investora.

Diplomová práce bude rozdělena do tří částí. První část teoreticko-metodologická představuje koncepci ekonomické přidané hodnoty, podrobný popis úprav účetních výkazů potřebných pro výpočet tohoto ukazatele a popis samotného výpočtu s jeho modifikacemi. Představeny budou také predikční modely hodnocení finanční výkonnosti a to jak bonitní, tak bankrotní modely. Představení společnosti Fatra, a.s. se stručným hodnocením finanční situace pomocí tradičních ukazatelů bude již obsahem druhé části diplomové práce. Navazuje aplikace metody ekonomické přidané hodnoty i s pyramidovým rozkladem a srovnání *EVY* s tradičními ukazateli. Pro komplexnost hodnocení budou dále využity souhrnné predikční modely a srovnání analyzovaného podniku s odvětvím. Zjištěné výsledky budou v závěrečné třetí části shrnuty a komplexně zhodnocena finanční pozice podniku a zároveň budou navržena doporučení pro budoucí vývoj.

## 2 METODOLOGIE EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY A SOUHRNNÝCH INDEXŮ

Pečlivé hodnocení finanční výkonnosti podniku je v zemích s vyspělou tržní ekonomikou základním prvkem finančního řízení podniku. Manažeři se zaměřují na rozbor výkonnosti a dat o hospodaření firmy, aby byli schopni provádět změny, nápravná opatření nebo reagovat na změny na trhu či v celé ekonomice. Důležitost podrobných analýz v posledních letech ještě vzrostla z důvodu měnícího se ekonomického prostředí, na nějž mají vliv především globalizace, liberalizace, akcelerace vědeckotechnického vývoje, hyperkonkurence či celosvětová hospodářská recese. Aby byly podniky schopny obstát a vytvářet hodnotu v měnících se podmínkách trhu je zapotřebí znalost silných a slabých stránek podniku.

Pro hodnocení finanční výkonnosti lze využít řadu metod, modelů či ukazatelů. Základní členění těchto ukazatelů je na tradiční účetní ukazatele a hodnotové ukazatele měření finanční výkonnosti. Hlavními představiteli **tradičních ukazatelů** jsou poměrové ukazatele. Všechny tradiční ukazatele vykazují určité **nedostatky**, a to že vychází z účetních dat a mohou být zkresleny účetními konvencemi. Pomocí legálních účetních postupů lze ovlivňovat výši vykazovaného zisku. Dále ukazatele neberou v úvahu skutečné náklady kapitálu a jeho riziko a nezohledňují časovou hodnotu peněz. Finanční cíle jsou většinou stanovovány jako různé úrovně účetních výsledků hospodaření. Účetní výsledek hospodaření a z něho odvozené ukazatele rentability však ještě nevypovídají o tvorbě přidané hodnoty a vyšší hodnotě akcií na kapitálovém trhu.

Nedostatky tradičních ukazatelů odstraňují **hodnotové ukazatele**, které jsou založeny nikoliv na účetním zisku, ale na tzv. **ekonomickém zisku** neboli nadzisku. „*Ekonomického zisku dosahuje podnik tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, především náklady na vlastní kapitál*“.<sup>1</sup> Dochází tak při hodnocení výkonnosti ke kombinaci účetních a tržních dat. V průběhu posledních deseti let vlivem zmíněných změn ekonomického prostředí lze pozorovat trend, pocházející především z oblastí s nejvyspělejším kapitálovým trhem, k přechodu měření výkonnosti na základě tvorby tržní hodnoty podniku. Dostala se do popředí nová koncepce finančního řízení, a to „*Value Based Management*“, což je podnikové řízení zaměřené na vytváření hodnoty pro vlastníky neboli maximalizace akcionářské hodnoty – „*Shareholder value*“. Přechod k tomuto přístupu souvisí s rozvojem

---

<sup>1</sup> Mařík, M. a Maříková, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (2005), s. 10.

kapitálových trhů a možnosti efektivní alokace kapitálu. „*Hodnotové ukazatele umožňují lépe identifikovat procesy a činnosti skutečně a dlouhodobě zvyšující hodnotu pro akcionáře a celkovou hodnotu firmy*“.<sup>2</sup> Mezi hodnotové ukazatele se řadí ekonomická přidaná hodnota (*EVA - Economic Value Added*), tržní přidaná hodnota (*MVA – Market Value Added*), čistá současná hodnota (*NPV - Net Present Value*) a ukazatel CF z investic (*CFROI - Cash flow Return on Investment*), výnosnost čistý aktiv (*RONA – Return on Net Assets*). Dále se budeme podrobně věnovat jen ukazateli ekonomická přidaná hodnota.

## 2.1 Koncepce ekonomické přidané hodnoty

Koncepce ekonomické přidané hodnoty pochází z autorské díly Američanů Stewart a Stern z roku 1991. Myšlenkový základ této teorie nalezneme v mikroekonomii, a to že cílem firmy by měla být maximalizace zisku. V teorii se však nehovoří o účetním zisku (rozdíl výnosy – náklady), avšak o již zmíněném ekonomickém zisku. Ekonomický zisk se vypočítá jako rozdíl mezi celkovými výnosy a ekonomickými náklady, které zahrnují účetní náklady a tzv. oportunitní náklady (náklady ušlých příležitostí). Oportunitní náklady představují především úroky z vlastního kapitálu podnikatele. Vlastníci, akcionáři vložili do podniku určité zdroje a za to požadují odpovídající míru návratnosti vloženého kapitálu, která by kompenzovala jejich riziko. Oportunitní se tyto náklady nazývají z důvodu toho, že představují hodnotu, kterou by vlastníci mohli získat v případě, že by nevložili peněžní prostředky do konkrétního podniku, ale investovali je do další nejlepší alternativní varianty.

**Ukazatel EVA tedy v podstatě za nově vytvořenou hodnotu považuje ekonomický zisk.**

Pomocí ukazatele *EVA* se **hodnotí výkonnost podniku**. Postup, jak pomocí ukazatele *EVA* zhodnotit finanční výkonnost podniku je popsán v následujících kapitolách. Využití ukazatele *EVA* nespočívá jen v hodnocení finanční výkonnosti podniku, avšak jeho využití je širší. Metoda ekonomické přidané hodnoty se aplikuje také na **oceňování podniku** či investičních projektů. Oceňování se touto metodou neprovádí z pohledu podniku, ale z pohledu investora. Dále se *EVA* využívá jako **nástroj motivace zaměstnanců**. Koncepce se aplikuje pomocí bonusů pro zaměstnance, které jsou jim vypláceny v případě, že *EVA* dosáhne vytýčené hodnoty.

---

<sup>2</sup> Dluhošová D. a kolektiv: Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování (2004), s. 30.



## 2.2 Výpočet ekonomické přidané hodnoty

Jak již bylo uvedeno, ukazatel *EVA* představuje nadzisk firmy a vypočítá se jako rozdíl mezi čistým výnosem z provozní činnosti a náklady kapitálu, které vyjadřují minimální míru výnosnosti kapitálu. Pro výpočet *EVY* existují různé varianty vzorců. Základní je ***EVA* na bázi operativního zisku**:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC \quad (2.1)$$

kde *NOPAT* (*Net Operating Profit After Tax*) je výsledek hospodaření z operativní činnosti podniku po zdanění, *C* (*Capital*) je investovaný kapitál, a *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) jsou průměrné náklady kapitálu.

Teoretický koncept ukazatele *EVA* se jeví jako jednoduchý, obtížné však je do výše uvedeného vztahu dosadit správné hodnoty. Je nezbytné si dát pozor při dosazování hodnot do všech tří proměnných.

Prvním problémem je *NOPAT*. Nelze jej ztotožňovat s provozním výsledkem hospodaření dle českých účetních předpisů. Zásadní je, aby výsledek hospodaření, který bude vstupovat do výpočtu, odrážel hlavní činnost podniku a skutečný ekonomický přínos podniku jeho vlastníkům. Dosazený výsledek hospodaření nesmí být ovlivněn různými účetními postupy či nepravidelnými událostmi. Pro vyčíslení *NOPAT* se provádí řada specifických úprav provozního výsledku hospodaření, které jsou podrobně popsány v kapitole 2.3.2.

Druhou proměnnou je investovaný kapitál *C*, čímž je myšlen pouze kapitál vázaný v aktivech, která slouží k hlavní činnosti podniku. Která aktiva se do investovaného kapitálu zahrnují, a která nikoli významně závisí na oboru činnosti podniku. Takováto aktiva se v konceptu *EVA* nazývají čistá operativní aktiva (*Net Operating Assets - NOA*) a podrobně se jimi zabývá kapitola 2.3.1. Důležité je si uvědomit, že investovaný kapitál *C* a operativní aktiva *NOA* představují v podstatě totéž, jen ze strany pasiv a aktiv. V pasivech se jedná o úročený vlastní a cizí kapitál, v aktivech o operativní aktiva související s hlavní činností podniku. Proto vzorec 2.2 může být zapsán jako:

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC \quad (2.2)$$

kde investovaný kapitál *C* je nahrazen operativními aktivy *NOA*.

Vždy musí být zachována vazba mezi výsledkem hospodaření z operativní činnosti a operativními aktivy.

Třetí složkou jsou průměrné náklady kapitálu  $WACC$ , které musí být také brány v úvahu. Důvodem je to, že investovaný kapitál není zadarmo, a to jak vlastní tak cizí. Nákladům je věnována kapitola 2.4.

## Interpretace ukazatele EVA

Pozitivní pro firmu je, je-li vypočtená hodnota ukazatele  $EVA$  kladná. V tom to případě vzniká „nová“, tzv. přidaná hodnota zvyšující původní hodnotu podniku<sup>3</sup>. Když je „ $EVA$  kladná, znamená to, že výnosy podniku pokryly odměnu investorů (vlastníků a věřitelů) za podstoupené riziko a ještě zbylo pro vlastníky něco navíc, byla vytvořena nová hodnota“.<sup>4</sup> Aby hodnota ukazatele  $EVA$  byla kladná, je důležité, aby se management podniku řídil při rozhodování o investicích pravidlem čisté současné hodnoty a hleděl na optimalizaci kapitálové struktury.

Je-li  $EVA$  záporná, nemusí to znamenat, že je podnik ve ztrátě, ale že dochází k tzv. „ničení“ hodnoty podniku. Výnosy podniku jsou nízké a nepokrývají ani odměnu investorům za podstoupení rizika. Postupem času investoři přestanou do takového podniku investovat a podnik se může ocitnout v existenčních problémech.

Další verze výpočtu ukazatele  $EVA$  se provádí pomocí **tzv. hodnotového rozpětí** (value spread). Hodnotové rozpětí představuje tzv. ekonomickou rentabilitu, kterou lze vyčíslit jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál, jak uvádí následující vztah:

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C \quad (2.3)$$

kde  $ROC$  je výnosnost investovaného kapitálu.

Když bychom brali v úvahu pouze výnosnost vlastního kapitálu, jedná se o **EVU na bázi zúženého hodnotového rozpětí** a vztah bude následující:

$$EVA_E = (ROE - r_E) \cdot E \quad (2.4)$$

kde  $ROE$  je výnosnost vlastního kapitálu,  $r_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  je vlastní kapitál. Pokud bude  $EVA$  kladná, znamená to pro vlastníky podniku, že investice do podniku jim přináší více, než by jim vynesla alternativní investice.

---

<sup>3</sup> Kislingerová, E.: Manažerské finance (2007), s. 107.

<sup>4</sup> Mařík, M. a Maříková, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (2005), s. 14.

Poslední variantou možného výpočtu je **EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí**. Tato varianta se využívá pro mezipodnikové, odvětvové srovnání. Varianta je vhodnější z důvodu toho, že srovnávané podniky mohou mít odlišné zaměření, velikost, strukturu kapitálu. Vztah pro relativní vyjádření je následující:

$$EVA = \frac{EVA}{C} = \frac{(ROC - WACC) \cdot C}{C} = ROC - WACC \quad (2.5)$$

nebo

$$EVA_E = \frac{EVA_E}{E} = \frac{(ROE - r_e) \cdot E}{E} = ROE - r_e \quad (2.6)$$

## 2.3 Transformace účetních dat pro model EVA

Jak již bylo uvedeno, pro výpočet ukazatele *EVA* je nutné provést úpravu účetních výkazů. Tyto úpravy se provádí proto, aby byly odstraněny zkreslení účetních výkazů, které vznikají v důsledku některých používaných účetních metod. Podstatou úpravy je to, aby data zahrnována do výpočtu ukazatele *EVA* souvisela pouze s hlavní činností podniku. Mezi hlavní činnosti zahrnujeme ty, bez kterých by daný podnik nemohl vykonávat svůj základní podnikatelský účel, pro který byl založen. Hlavní činnosti se významně odlišují u jednotlivých podniků dle oboru činnosti, ve kterém působí. Příkladem činností, které neřadíme mezi hlavní, mohou být investování dočasně volných peněz do cenných papírů nebo pronájem prostor či prodej pozemků u výrobního podniku.

Úprava účetních dat se týká zejména výsledku hospodaření a aktiv společnosti. V následujícím textu budeme pro upravený výsledek hospodaření používat pojem operativní výsledek hospodaření (*NOPAT*) a pro upravená aktiva pojem operativní aktiva (*NOA*).

Základním pravidlem úpravy účetních výkazů je zachování symetrie mezi operativními aktivy a operativním výsledkem hospodaření. Musí být splněno, že operativní výsledek hospodaření musí být generován jen operativními aktivy. Tedy když z aktiv vydělíme určitá neoperativní aktiva, musíme vydělit i výnosy a náklady, které jsou těmito aktivy generovány. Další úpravy se týkají struktury financování a určení nákladů na jednotlivé finanční zdroje.

V České republice jsou účetní výkazy konstruovány spíše pro účely věřitelů než vlastníků, akcionářů. Jsou sestavovány v souladu se zásadami opatrnosti a průhlednosti a příliš neodpovídají potřebám hodnocení hospodářské situace. Pro rozhodování akcionářů je důležitý reálný obraz finančního zdraví podniku.

### **2.3.1 NOA – operativní aktiva**

Při vyčíslení operativních aktiv pro výpočet ukazatele *EVA* se vychází z rozvahy, která se upravujeme tak, že vypustíme neoperativní aktiva, dále zahrneme položky aktiv související s hlavní činností podniku, které však rozvaha se dle platných účetních předpisů neobsahuje, a nakonec upravíme výši aktiv o neúročené závazky.

#### **2.3.1.1 Vyloučení neoperativních aktiv**

Základním kritériem pro rozdělování aktiv na operativní a neoperativní je určení hlavní činnosti podniku. Aktiva, která jsou pro firmu poskytující služby operativní, tak mohou být například pro výrobní firmy neoperativní a naopak.

#### **Krátkodobý finanční majetek**

Při hodnocení, do jaké míry můžeme krátkodobý majetek zařadit do operativních aktiv, je vhodné zvlášť hodnotit peněžní prostředky (peníze v podkladně a bankovních účtech) a pak krátkodobé cenné papíry a podíly.

**Peněžní prostředky** by firmy měly držet pouze v provozně nutné výši, aby byly schopny zajistit bezproblémový chod společnosti. Máli firma přebytky, měla by je investovat do krátkodobého či dlouhodobého finančního majetku. Neučiní-li tak firma a její peněžní prostředky jsou vyšší než kolik je z hlediska provozu nutné, nemůže být celá výše peněžních prostředků zahrnuta mezi *NOA*. Hranicí pro přijatelnou výši peněžních prostředků se uvádí poměrový ukazatel okamžitá likvidita.

**Krátkodobé cenné papíry a podíly** obvykle slouží pro uložení přebytku peněžních prostředků či jako jakási strategická rezerva, například pro splácení úvěrů či financování investic. Pořídí-li si podnik cenné papíry za tímto účelem, nezahrnou se do *NOA*, jelikož se nejedná o provozně nutná aktiva a jejich prodej neovlivní hlavní činnost podniku.

#### **Dlouhodobý finanční majetek**

Dlouhodobý finanční majetek představují aktiva (zejména cenné papíry či vlády), které společnost drží déle než jeden rok. Jedná se o podíly v ovládaných a řízených osobách či účetních jednotkách pod podstatným vlivem, dlužné cenné papíry držené do splatnosti,

poskytnuté půjčky či úvěry nebo ostatní dlouhodobý finanční majetek v podobě pronajímaných souborů movitých či nemovitých věcí jako celek.

Při rozhodování o zařazení konkrétního majetku do *NOA* opět sledujeme účel držení aktiva. V případě, že firma nakoupila cenné papíry za účelem uložení peněz či diverzifikování portfolia investic, tak tyto cenné papíry nemůžeme zařadit do *NOA*. Pokud se investice pojí s hlavní činností podniku, například firma má podíl v jiných společnostech, od kterých odebírá základní suroviny pro výrobu, pronajímá si stroje nebo například zajišťují pro ni distribuci, považuje se investice do takovýchto podniku za související s hlavní činností a do *NOA* ji zahrneme. Často se jedná o podíly ve společnostech v rámci holdingu či skupiny firem.

Dalším důležitým krokem je pak dle rozdělení aktiv na neoperativní a operativní také rozdělit výnosy a náklady plynoucí z těchto aktiv. Provedeme to tak, že do *NOPAT* zahrneme pouze výnosy plynoucí z *NOA* a naopak výnosy plynoucí z neoperativních aktiv do *NOPAT* zahrnout nesmíme.

V případě, že hodnocení daného podniku pomocí ukazatele *EVA* je prováděno externím analytikem, který nemá dostatek informací o účelu držení dlouhodobého finančního majetku, tak se doporučuje tento majetek do *NOA* nezahrnovat. Avšak pouze za předpokladu, nejedná-li se o podnik, jejímž předmětem činnosti je obchodování s finančním majetkem.

## **Vlastní akcie**

O výši držených vlastních akcií by měla *NOA* být snížena. Nejsou potřebné k hlavní činnosti podniku a zároveň nezpůsobují žádné kapitálové náklady.

## **Nedokončené investice**

I když se tato položka jeví jako provozně potřebná, doporučuje se z *NOA* vyloučit. Důvodem je to, že v daném období, ve kterém se v rozvaze objevuje, se tento majetek ještě nepoužívá k hlavní činnosti podniku a nepřispívá k tvorbě operativního výsledku hospodaření. Na straně pasiv se o jejich velikost sníží vlastní kapitál, položka tzv. ekvivalenty vlastního kapitálu, o které bude psáno dále.

## **Jiná aktiva nepotřebná k hlavní činnosti**

Z operativních aktiv je dále potřeba vyloučit všechny nepotřebná aktiva k hlavní činnosti jako jsou pronajaté pozemky, budovy či stroje, nepotřebné či nadbytečné zásoby materiálu. Všechna aktiva, která se nepodílejí na tvorbě operativního výsledku hospodaření *NOPAT*. Opět o sníženou hodnotu aktiv je zapotřebí zredukovat i vlastní kapitál.

### 2.3.1.2 Operativní aktiva nezahrnutá v rozvaze

#### Finanční leasing

Finanční leasing se v účetnictví projevuje jako náklad na pronájem a není obsažen v rozvaze podniku na straně pasiv v podobě cizích zdrojů. Z ekonomického hlediska je však finanční leasing způsob, jak si podnik pořizuje operativní aktiva pomocí externího financování. Nájemce nese zároveň i veškeré užitky plynoucí z majetku a rizika s majetkem související. Z tohoto hlediska by měl být majetek začleněn do aktiv nájemce a pasiva by měla být rozšířena o tomu odpovídající závazky. Dle účetních standardů však zůstává majetek pořízený na finanční leasing v bilanci pronajímatele do doby ukončení leasingu a převodu majetku na nájemce.

Pro účely *EVA* je zapotřebí provést kapitalizaci majetku pořízeného na finanční leasing do aktiv nájemce a zároveň zahrnout splátky do pasiv do cizích zdrojů a to v případě, jedná-li se tedy o majetek potřebný k hlavní činnosti podniku. Kdybychom neprovedli tuto úpravu, tak by byla podhodnocena operativní aktiva *NOA* potažmo investovaný kapitál *C*. Zároveň je nutné provést úpravu *NOPAT*. Do nákladů byly zahrnovány celé leasingové splátky, nyní je musíme v celé výši přičíst. Musíme přičíst i úrokové náklady, neboť ty pak budou celkově zohledněny při výpočtu průměrných nákladů kapitálu *WACC* a kdybychom úrokové náklady v *NOPAT* ponechali, tak by při výpočtu *EVA* byly započítány dvakrát. K aktivovanému majetku dopočítáme odpisy a ty pak zahrneme do nákladů do *NOPAT*. Podrobný postup, jak provést a vypočítat úpravy aktiv a výsledku hospodaření je popsán dále.

Nejpřesnější metodou, jak se vypořádat s finančním leasingem, je **simulovat jako by byl předmět pořízen na úvěr**. Podmínky tohoto úvěru, jako délka a výše úvěru, úroková míra, se budou odvíjet od podmínek finančního leasingu. Pro výpočet úprav musíme znát níže uvedené položky.

- $H_{PL}$ , což je hodnota majetku pořízeného na leasing, která by měla odpovídat jeho tržní hodnotě. Hodnotu předmětu leasingu použijeme při aktivaci majetku do rozvahy jako brutto pořizovací cenu majetku. Z této hodnoty budeme počítat také odpisy a o odpisy budeme pořizovací cenu v jednotlivých letech snižovat. Odpisy aktiva vypočítáme běžným způsobem, za délku doby odepisování dosadíme předpokládaný počet let, po které bude majetek v podniku využíván. Odpisy za dané

období se pak přičítají k nákladům a projevují se tedy v *NOPAT*. Hodnota majetku zároveň představuje výchozí výši úvěru, kterou promítneme do pasiv.

- $n$  představuje dobu pronájmu a  $t$  časový interval, ve kterém dochází ke splátkám.
- $LP_t$  je výše leasingových splátek, které jsou placeny buď na začátku nebo na konci časového intervalu.
- $i_L$  představuje úrokovou míru, která je implicitně obsažena v leasingových splátkách, musíme ji vypočítat dle následujícího vzorce:

$$H_{PL} = \sum_{t=1}^n (1+i_L)^{-t} \cdot LP_t \quad (2.7)$$

kde všechny proměnné jsou vysvětleny výše.

- Transformaci leasingových splátek na splátky úvěrů provedeme tak, že vypočítáme, kolik z každé splátky jde na splácení úvěru a kolik představují úroky. Vypočítáme to pomocí sestavení splátkového kalendáře.  $U_t$  je absolutní výše úroků, které platíme v každé splátce. Vypočteme ji na základě zjištěné implicitní úrokové míry vynásobenou výši závazku z úvěru na začátku období, dle vzorce:

$$U_t = i_L \cdot \text{výše závazku na začátku období } t \quad (2.8)$$

kde všechny proměnné jsou vysvětleny výše.

- Ke každé splátce dále dopočítáme i splátku úvěru, tzv. úmor dluhu. Značíme jej  $SU_t$  a vypočítáme jako rozdíl:

$$SU_t = \text{výše závazku na začátku období } t - U_t \quad (2.9)$$

kde všechny proměnné jsou vysvětleny výše.

Vypočítané splátky dluhu se pak odečítají z výchozí výše úvěru uvedené v pasivech.

Když bychom měli tuto metodu shrnout tak je založena na tom, že do aktiv započteme tržní hodnotu sníženou o odpisy, do pasiv úvěr ve výši tržní hodnoty, který následně v jednotlivých letech snižujeme o splátky úvěru dle splátkového kalendáře. Do *NOPAT* postupně zahrnujeme vypočítané odpisy, avšak nezahrnujeme do *NOPAT* výši úroků.

Jak již bylo uvedeno, jedná se o nepřesnější metodu, ale ne vždy ji lze využít, zejména proto, že je náročná na množství dat, které jsou pro propočty zapotřebí. Ve výročních zprávách a v přílohách k účetní závěrce nejsou obvykle zveřejněny údaje o jednotlivých leasingových smlouvách a výších splátek. Je zde většinou uvedena pouze celková výše finančního leasingu. Popřípadě je uvedena časová struktura leasingu, jaká část musí být splácena v nejbližším období, například v následujícím a roce a jaká část do tří či pěti let.

Další nevýhodou metody je její pracnost. Má-li firma na finanční leasing řadu strojů či automobilů, propočty pro jednotlivé smlouvy by byly velmi zdlouhavé. Musíme mít stále na paměti, že se pořád jedná o určitý odhad a tedy je třeba zvážit, zda pro nás tak náročné propočty budou mít přínos.

Nemáme-li k dispozici potřebná data či prostor pro náročné výpočty, lze použít méně přesnou metodu úpravy finančního leasingu<sup>5</sup>. U této metody se předpokládá, že platby finančního leasingu probíhají jen jednou ročně. Další předpoklad se týká úrokové míry, a to pokud analytik není schopen získat informace o úrokové míře, která je implicitně obsažena v leasingových splátkách, při výpočtech využívá náklady cizího kapitálu (před daněmi). K takovému kroku se přistupuje proto, jelikož se předpokládá racionální chování firem v oblasti financování majetku. Znamená to, že firmy se budou snažit zajistit financování majetku s co nejnižšími náklady na cizí kapitál a tedy budou využívat varianty s úrokovou sazbou běžnou na trhu, která se nebude významně lišit od nákladů na cizí kapitál vypočtených dle postupu uvedeného v kapitole 2.4.1.

Při této metodě nejdříve vypočítáme současnou hodnotu leasingových plateb  $PVLP$ . Jako diskontní faktor použijeme implicitní úrokovou míru obsaženou v leasingových splátkách nebo náklady kapitálu a dále si zvolíme časový horizont, který by měl odpovídat době finančního leasingu. Pro výpočet současné hodnoty leasingových plateb v jednotlivých letech použijeme následující vzorec:

$$PVLP_x = \sum_{t=1}^n LP_t \cdot (1 + i_L)^{-t} \quad (2.10)$$

kde  $PVLP_x$  je současná hodnota leasingových plateb k okamžiku  $x$ ,  $LP_t$  je leasingová platba,  $i_L$  je diskontní faktor,  $n$  je časový horizont finančního leasingu.

Abychom získali z aktiv  $NOA$ , tak k nim přičteme hodnotu vypočítanou dle vzorce:

$$X_{NOA} = [(PVLP_x + PVLP_{x-1}) / 2] \quad (2.11)$$

kde  $PVLP_x$  je současná hodnota leasingových plateb k okamžiku  $x$ ,  $PVLP_{x-1}$  je současná hodnota leasingových plateb předchozího období. Tuto hodnotu  $X_{NOA}$  připočítáme v rozvaze do aktiv.

---

<sup>5</sup> YOUNG, S. D., O'Byrne, S.F.: EVA and Value-Based management: a practical guide to implementation (2001), s. 249.



Dále potřebujeme určit výši úroků. A to zejména pro výpočet cizích zdrojů, o které musíme navýšit pasiva. Navýšíme je o rozdíl  $X_{NOA}$  a úroků. Úroky vypočítáme následovně:

$$U_x = [(PVL P_x + PVL P_{x-1}) / 2] \cdot i_L \quad (2.12)$$

kde  $U_x$  jsou úroky k okamžiku  $x$ . Úroky musíme zpět přičíst k  $NOPAT$ , avšak úroky musíme zmenšit o daňový štít, který vypočítáme dle vzorce:

$$TS_x = U_x \cdot t \quad (2.13)$$

kde  $TS_x$  představuje výši daňového štítu a  $t$  je sazba daně z příjmu platné v období  $x$ .

Do výsledku hospodaření opět musíme zahrnout odpisy aktivovaného majetku.

## Operativní leasing a nájem

Aktiva využívaná podnikem formou operativního leasing se opět jako aktiva využívaná formou finančního leasingu nemohou zahrnout do účetnictví, a to nejen dle české legislativy, ale také ve světě. U aktiv, u nichž však je pronájem dlouhodobý, by měla být zařazena do  $NOA$ . Není zde nezbytné, aby měl podnik k aktivu vlastnické právo. Rozhodující je to, že dané aktivum využívá k hlavní činnosti a má pod kontrolu užítky z tohoto aktiva.

Aktiva pořízená na operativní leasing by se měla aktivovat do  $NOA$  na bázi hodnoty závazků plynoucích z tohoto majetku. Vhodné je využít obdobnou metodu, jaká je popsána u aktiv pořízených pomocí finančního leasingu, a to vykazování na bázi současných hodnot plateb nájemného. Do  $NOPAT$  se pak musí zahrnout velikost úrokových nákladů naběhlých za dané období.

## Ekvivalenty vlastního kapitálu

Ekvivalent vlastního kapitálu je položka, kterou vytváříme na straně pasiv v rozvaze v souvislosti s úpravou aktiv na  $NOA$ . Tato položka se připočítává přímo do vlastního kapitálu. Položka vzniká v důsledku rozdílného pohledu na oceňování aktiv vlastníkem a oceňování aktiv vykazovaným v účetnictví.

Logika tvorby této položky je založena na principu, že každá změna na straně aktiv musí vyvolat změnu na straně pasiv. „*Například aktivujeme-li do  $NOA$  majetek pořízený na finanční leasing na straně pasiv se zvýší závazky. Pokud se ovšem mění výše jiných než pronajatých aktiv, žádný nový závazek nevzniká.*“<sup>6</sup> Rozdíl ve výši aktiv se započítá jako ekvivalent vlastního kapitálu. Ekvivalenty vlastního kapitálu jsou obvykle kladné a zvyšují tedy výši pasiv.

<sup>6</sup> Mařík, M. a Maříková, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (2005), s. 41.

Níže je uvedeno, v jakých případech mohou vznikat ekvivalenty vlastního kapitálu.

- **Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv**

Oceňovací rozdíly mohou vznikat u pohledávek a to z důvodu možnosti **tvorby opravných položek** dle českých účetních standardů. Při tvorbě opravných položek mohou vznikat jak tiché rezervy (neboli nižší ocenění aktiv než je jejich skutečná hodnota), tak může docházet k nadhodnocování výše pohledávek. Opravné položky k pohledávkám se při výpočtu *NOA* většinou přičítají k aktivům a to z důvodu, že snížení hodnoty pohledávek pomocí opravné položky, nemá trvalý charakter. Výše opravné položky se pak zahrne do ekvivalentů vlastního kapitálu na straně pasiv.

Dále oceňovací rozdíl může vznikat při oceňování **zásob**. Oceňování zásob se většinou provádí v pořizovacích cenách. Avšak pro vlastníka je důležitá realizační cena čili hodnota, za jakou lze zásoby pořídit nebo prodat na trhu.

Ekvivalenty vlastního kapitálu mohou také vzniknout v případě používání metody LIFO pro oceňování zásob. V ČR je sice tato metoda zakázána, povolují ji však Mezinárodní účetní standardy. Vznikne-li rozdíl mezi oceněním zásob metodou LIFO a hodnotou zásob, kterou by měly v případě ocenění metodou FIFO, vznikají tzv. LIFO rezervy (podoba tichých rezerv). S cílem eliminovat podhodnocení zásob a tedy investovaného kapitálu, se LIFO rezervy připočítávají k *NOA* a jsou zároveň ekvivalentem vlastního kapitálu<sup>7</sup>.

- **Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku**

V praxi se většinou provádí oceňování dlouhodobého majetku pořizovacími cenami. Použití těchto historických cen z hlediska vyčíslení operativních aktiv pro výpočet EVA není správné. Historické ceny neberou v úvahu růst cen a vliv technického zhodnocení. Je vhodné pořizovací ceny aktiv přepočítat pomocí indexu růstu cen. Vhodnější jsou cenové indexy výrobců, nikoliv index spotřebních cen. Přepočítání se provádí tak, že vyjdeme ze struktury dlouhodobého majetku podle stáří, musíme znát pořizovací ceny jednotlivých aktiv a vynásobíme je indexem růstu cen. Dalším způsobem úpravy pořizovacích cen je přecenění dle aktuálních tržních cen či dle ocenění pro účely pojištění.

- **Aktivace majetku s dlouhodobými předpokládanými účinky**

Do *NOA* by dále měly být aktivovány položky, u kterých se předpokládá, že budou mít pro společnost význam i v budoucnu. Společnosti přinášet užitek v dlouhodobějším horizontu

---

<sup>7</sup> EVA by Dapid Harper [EN], z WWW: <<http://www.investopedia.com/university/EVA/EVA2.asp>>.

než je jeden rok budou. Jedná se zejména o položky jako náklady **na výzkum a vývoj**, náklady spojené se vstupem **na nové trhy**, vytváření **nových odbytových cest**, náklady na významné **marketingové kampaně**, náklady spojené se **vzděláváním pracovníků** či náklady spojené s **restrukturalizací podniku**. Souhrnně tyto položky můžeme nazvat jako tzv. nemateriální statky.

Firma výše uvedené náklady vždy účtuje do období, ve kterém vznikly. Avšak pro účely výpočtu *EVA* je vhodné tyto náklady z výsledku hospodaření odečíst, vypočítat celkovou hodnotu položky za jednotlivá léta a aktivovat ji do majetku. Tímto se nám položky promítnou v rozvaze společnosti na straně aktiv, v pasivech o stejnou část zvýšíme položku ekvivalenty vlastního kapitálu. Abychom dodrželi zásadu konzistence *NOA* a *NOPAT*, propočteme pro aktivovaný majetek odpisy pro jednotlivé roky a zahrneme je do úprav *EBITU* na *NOPAT*.

#### ▪ **Rezervy a tiché rezervy**

Rezervy představují položku v cizích zdrojích, kterou tvoří podnik, očekává-li velký jednorázový náklad, který by v budoucnu mohl nepříznivě ovlivnit výsledek hospodaření.

V případě že tvorba rezerv není dostatečně prokazatelná, tzn., že budoucí aktivity, na které je rezerva vytvářena, jsou nejisté, jedná se o tzv. tiché rezervy. Relativně nadbytečné rezervy jsou vytvářeny z opatrnostních důvodů. Jejich rozpuštění v méně příznivých obdobích, zkreslí výsledek hospodaření, jelikož zrušené rezervy zvýší výnosy a tím i zisk. Naopak v příznivých obdobích, kdy podnik tvoří rezervy, tak se projevují v nákladech, snižují zisk a společnost neplatí tak vysoké daně, což je pro podnik také pozitivní. Z těchto důvodů společnosti mohou vědomě tvořit tiché rezervy a tím zkreslovat výkazy.

O tichých rezervách hovoříme také v souvislosti s nižším oceněním aktiv, ke kterému dochází pomocí tvorby vysokých opravných položek nebo pomocí použití zrychleného odepisování. Obecně jsou tiché rezervy položky, které zkreslují skutečnou hodnotu aktiv a pasiv společnosti. Účtuje-li společnost o tichých rezervách, je třeba o ně upravit ekvivalenty vlastního kapitálu a zároveň odečíst tvorbu opravných položek a rezerv z *NOPAT* či přičíst rozpuštění rezerv a zrušení opravné položky k *NOPAT*.

Dle českého účetnictví se rezervy primárně rozdělují na rezervy vytvořené podle zvláštních právních předpisů, které zohledňuje i zákon o daních z příjmu, tzv. zákonné rezervy (zahrnujeme zde rezervy na opravy hmotného majetku, na pěstební činnost a ostatní rezervy tvořené na základě zákona o rezervách) a rezervy tvořené na základě účetních

předpisů, o nichž si účetní jednotka rozhoduje sama ve svém předpisu (řadíme mezi ně rezervu na rizika a ztráty, na daň z příjmu či na restrukturalizaci).

U zákonných rezerv, lze předpokládat, že nejsou tvořeny tiché rezervy. Jsou totiž tvořeny dle zákonných pravidel a jejich tvorba a výše je prokazatelná. U ostatních rezerv je třeba posoudit, zda je jejich tvorba potřebná a zda jejich výše není nadbytečná.

V případě, že nejde o tiché rezervy je doporučováno pro účely výpočtu *EVA* přesunout rezervy z cizích zdrojů do vlastního kapitálu, do položky ekvivalenty vlastního kapitálu a to z důvodů, že u rezerv nelze stanovit náklady na financování. Nebo například plánuje-li podnik restrukturalizaci a za tímto účelem vytváří rezervy, u těchto rezerv by mělo dojít k přesunutí i z důvodů, že tyto rezervy mají investiční charakter.

#### ▪ **Goodwill**

Goodwill představuje nadhodnotu, která vzniká například při koupi podniku. A to tehdy, je-li zaplacená za podnik vyšší cena, než jaký je rozdíl mezi skutečnou hodnotou aktiv a převzatých závazků. Touto nadhodnotou jsou oceněny nehmotné položky jako dobrá pověst podniku, bonita zákazníků, kvalita personálů, výhoda polohy nebo odbytové sítě či úroveň organizace.

*„V českém účetnictví je od roku 2003 položka goodwill rozdělena do dvou částí, a to:*

- *goodwill, který je součástí dlouhodobého nehmotného majetku,*
- *oceňovací rozdíl k nabytému majetku, který je součástí dlouhodobého hmotného majetku.“<sup>8</sup>*

Hodnota obou položek je postupem času v rozvaze odepisována. Pro vyčíslení *NOA* se však doporučuje, vzhledem k tomu, že u dobře fungujícího podniku by se hodnota goodwillu neměla snižovat, vykazovat goodwill v brutto hodnotě, tedy bez oprávek. Toto je třeba zvážit a posoudit, jestli se hodnota goodwillu od doby jeho zaúčtování nezměnila, respektive nezmenšila. Jestliže provedeme zpětné zařazení odepsaných částí goodwillu do aktiv, je potřeba o stejnou částku zvýšit položku ekvivalentů vlastního kapitálu na straně pasiv.

Opět dle úpravy *NOA* musíme také zvážit úpravu *NOPAT*. Zvažujeme zejména zahrnutí odpisů. V případě, že goodwill zahrnuje pouze tzv. neidentifikovatelná aktiva, jako jsou položky výkonný management, personál či dobrá pověst podniku, tak není třeba počítat a zahrnovat odpisy. Opačná situace nastává, když goodwill zahrnuje položky jako patenty či

---

<sup>8</sup> Mařík, M. a Maříková, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (2005), s. 45.

průmyslové vzory. Další úprava se vztahuje k výše uvedenému zpětnému zařazení odepsaných částí goodwillu do aktiv, kdy je nutné tyto odpisy zpět připočítat do *NOPAT*.

#### ▪ **Odložená daň**

Odložená daň vzniká z dočasných rozdílů mezi účetní a daňovou hodnotou aktiv a pasiv nebo z důvodu časového nesouladu mezi uznáním výnosů a nákladů v účetní závěrce. Dopad odložené daně při výpočtu *EVA* by měl být eliminován a to tak, že se odložená daň zpět přičte nebo odečte k výsledku hospodaření. Zda odečteme nebo přičteme, záleží, jestli odložená daň plyne z titulu odložené daňové pohledávky či odloženého daňového závazku. *NOA* by měla být očištěná o odloženou daňovou pohledávku či odložený daňový závazek pomocí úpravy ekvivalentu vlastního kapitálu.

#### **2.3.1.3 Krátkodobé, explicitně neúročené závazky**

Krátkodobé, explicitně neúročené závazky představují cizí kapitál, kterým jsou financována aktiva společnosti. U krátkodobých, explicitně neúročených závazků se na první pohled zdá, že společnosti nevznikají náklady v souvislosti s použitím tohoto typu cizích zdrojů, nenabíhají jim úroky. Avšak hlavní položkou krátkodobých závazků jsou dodavatelské úvěry, kdy dodavatelé umožňují platby faktur například až za dva nebo tři měsíce.

Předpokládá se, že dodavatel si zahrne již do prodejních cen finanční náklady spojené s dodavatelským úvěrem. Tím ale dochází k tomu, že o tyto finanční náklady je snížen *NOPAT*. Finanční náklady však nesouvisí s hlavní činností podniku a v *NOPAT* by neměly být započítány. Proto by měly být *NOPAT* o tyto finanční náklady zvýšen. V praxi je však odhad finančních nákladů těžko proveditelný.

Proto se přistupuje k úpravě *NOA*, nikoliv *NOPAT*, kdy výše vykazovaných aktiv, je snížena o veškeré krátkodobé neúročené závazky. Těmito závazky se myslí všechny, které by měly být vyřízeny do jednoho roku a nevznikají s nimi žádné úrokové náklady. Jedná se zejména o:

- krátkodobé závazky z obchodních vztahů, ke společníkům a sdružení, k zaměstnancům, k státu, ze sociálního zabezpečení, k podnikům s rozhodujícím a podstatným vlivem,
- pasivní položky časového rozlišení,

- rezervy mající charakter skutečných závazků, které pouze z cizího kapitálu přesuneme do vlastního kapitálu,
- neúročené dlouhodobé závazky, zejména dlouhodobé přijaté aktiva.

Potřebu odečtení krátkodobých závazků z *NOA* lze odůvodnit i z jiného pohledu, a to z pohledu investovaného kapitálu. Výpočet *EVA* by měl zahrnovat pouze finanční prostředky analyzované společnosti nebo finanční prostředky poskytované akcionáři či věřiteli. Máme-li v pasivech krátkodobé závazky například k již zmíněným dodavatelům, které nám plynou z dosud nezaplacených faktur, nejedná se o investovaný kapitál do naší společnosti. Dodavatelé nemají v úmyslu touto formou půjčovat analyzované společnosti finanční prostředky ani do této společnosti neinvestují<sup>9</sup>. Stejnou situaci si můžeme představit se závazky k zaměstnancům či státu. Tyto subjekty také do společnosti neinvestují, a proto by měly být krátkodobé závazky investovaného kapitálu, potažmo *NOA* odečteš.

### **2.3.2 NOPAT – výsledek hospodaření z operativní činnosti**

Výsledek hospodaření z operativní činnosti pro účely výpočtu *EVA* je vyčíslen na základě pravidla zachování konzistence mezi *NOA* a *NOPAT*. Do *NOPAT* musí být zahrnuty veškeré výnosy a náklady, které vznikly použitím operativních aktiv.

Při výpočtu *NOPAT* se vychází buď z výsledku hospodaření z běžné činnosti, nebo z provozního výsledku hospodaření. Pro upravený výsledek hospodaření je následně potřeba přepočítat výši daně.

#### **2.3.2.1 Úprava finančních nákladů a výnosů**

Finanční náklady jako placené úroky z půjček či úroky obsažené v leasingových splátkách je nutné zpět přičíst k výsledku hospodaření. Výpočet výše úroků obsažených v leasingových splátkách je popsán výše v kapitole 2.3.1.2.

Dále je třeba se zaměřit na ostatní finanční výnosy a náklady, které byly generované dlouhodobým a krátkodobým finančním majetkem. Je třeba zhodnotit, zdali se jedná o provozně potřebný majetek nebo si společnost pořídila tento majetek spíše za účelem ukládání peněz a majetek má tedy spíše formu dlouhodobých rezerv. V tomto případě bude za potřebí výnosy a náklady související s tímto majetkem z výsledku hospodaření vyčlenit.

---

<sup>9</sup> EVA by Dapid Harper [EN], z WWW: <<http://www.investopedia.com/university/EVA/default.asp>>.

### 2.3.2.2 Úprava o mimořádné položky

Výsledek hospodaření se upravuje o mimořádné výnosy a mimořádné náklady, jelikož většinou se nevážou k hlavní činnosti podniku. Dalším důvodem pro vyloučení je to, že tyto položky obvykle nemají pravidelný charakter, což by zkreslovalo ukazatel *EVA* z hlediska porovnání výkonnosti dané společnosti v čase.

Příkladem mimořádných položek jsou změny ve způsobu ocenění majetku, manka a škody, náklady na restrukturalizaci, odstupné většímu množství propuštěných pracovníků, prodeje dlouhodobého hmotného i nehmotného majetku či rozpuštění nevyužitých rezerv.

### 2.3.2.3 Vyloučení výnosů a nákladů z nepotřebných aktiv

Jestliže při úpravách aktiv na *NOA* jsme vyloučili některá aktiva z důvodu toho, že nejsou využívány k hlavní činnosti podniku (např. pronajímané pozemky, budovy), tak musíme zároveň očistit výsledek hospodaření o výnosy a náklady plynoucí z těchto aktiv.

### 2.3.2.4 Úprava související se změnou vlastního kapitálu

Změnami vlastního kapitálu se myslí změny, které byly provedeny při úpravě aktiv na *NOA* popsané v kapitole 2.3.1.2 v Ekvivalentech vlastního kapitálu.

- Výsledek hospodaření je třeba upravit o opravné položky na zásobách a pohledávkách.
- Musí se vyloučit náklady investiční povahy, které byly aktivovány do majetku. Zejména jde o výzkum a vývoj, marketingové kampaně či vzdělávání zaměstnanců. K aktivovanému majetku se propočítají odpisy pro jednotlivá léta a v daných obdobích se odečtou od výsledku hospodaření.
- Má-li společnost v rozvaze goodwill, zhodnotíme, zda má trvalou hodnotu a pokud ano, tak odpisy a opravné položky goodwillu se zpět připočítají k výsledku hospodaření.
- Dále jsou to změny související s odloženou daní a s tichými rezervami. Výsledek hospodaření upravujeme o neúměrně vysoké rezervy, nadměrné odpisy či opravné položky.

### 2.3.2.5 Přepočet daně z příjmu

Posledním nezbytným krokem v řadě úprav je přepočítat daň z příjmu, která by teoreticky plynula z operativního výsledku hospodaření. Pouhé vynásobení upraveného výsledku hospodaření daňovou sazbou by nebylo příliš přesné. V praxi se totiž provádí transformace výsledku hospodaření na daňový základ, například se upravuje o daňově neuznatelné položky, odčitatelné položky od základu daně či se již od vypočtené daně odečítají slevy na dani. Hodnotí-li podnik pomocí metody *EVA* externí analytik, který vychází zejména z výroční zprávy a přílohy k účetní závěrce, k zmíněným potřebným informacím se nedostane. Proto je vhodnější provést přepočet následujícím způsobem.

- Vypočteme tzv. skutečnou daňovou sazbu, kterou získáme podílem splatné daně uvedené ve výkazu zisků a ztrát účetním výsledkem hospodaření.
- Daň pro výpočet *NOPAT* pak získáme vynásobením skutečné daňové sazby a upraveného výsledku hospodaření.

Na závěr již pouze od upraveného výsledku hospodaření odečteme nově vypočtenou daň a tím získáme hodnotu *NOPAT*.

## 2.4 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu jsou třetí složkou, která při výpočtu ukazatele *EVA* a hraje podstatnou roli. Náklady kapitálu významně ovlivňují hodnotu *EVY*, proto je při výpočtu nutné, se zaměřit na správné stanovení jejich výše.

*„Náklady kapitálu představují minimální míru výnosnosti (vnitřní výnosové procento) kapitálu, jež musí být firmou dosahována, aby nedošlo k poklesu hodnoty bohatství pro investory.“*<sup>10</sup> V základní variantě *EVA* na bázi operativního výsledku hospodaření se počítá s průměrnými náklady na celkový kapitál, ve variantě *EVA* na bázi zúženého hodnotového rozpětí s náklady vlastního kapitálu. Některé z možných variant výpočtu jsou uvedeny v následujících kapitolách.

### 2.4.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál se označují jako *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) neboli průměrné náklady kapitálu a vypočítají se:

---

<sup>10</sup> Dluhošová D. a kolektiv: Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování (2004), s. 33.



$$WACC = \frac{r_D (1-t) \cdot D + r_E \cdot E}{D + E} \quad (2.14)$$

kde  $r_D$  jsou náklady dluhu (na úročený cizí kapitál),  $t$  je sazba důchodové daně,  $D$  (*Debt*) je úročený cizí kapitál,  $r_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  (*Equity*) je vlastní kapitál.

Náklady na celkový kapitál tedy zahrnují 2 složky nákladů, na cizí a vlastní kapitál. Naplnění vztahu konkrétními hodnotami není zcela snadné. Pro výpočet obou složek existuje řada metod.

### 2.4.2 Náklady na cizí kapitál

Tyto náklady jsou představovány platbami, plynoucími z použití cizího kapitálu, které je nutné platit věřitelům. Jedná se zejména o úroky či kupónové platby. Náklady se vyjadřují v podobě snížené o daňový štít, tedy o úspory z daní, které z použití cizího kapitálu plynou. Lze je vyjádřit pomocí vztahu:

$$r_D = i(1-t) \quad (2.15)$$

kde  $r_D$  jsou náklady na cizí kapitál,  $i$  je úroková sazba z dluhu a  $t$  je sazba daně z příjmu.

V případě emitovaných obligací budeme určovat náklady dluhu jako vnitřní výnos do splatnosti obligace a vypočítají se dle vztahu:

$$P = \sum_t^T c_t \cdot (1+r_D)^{-t} + NV \cdot (1+r_D)^{-T} \quad (2.16)$$

kde  $P$  je tržní cena obligace,  $c$  je kuponová platba,  $T$  je doba do splatnosti obligace,  $NV$  je nominální hodnota obligace.

Avšak nejjednodušší způsob, jak vypočítat náklady na cizí kapitál je použití následujícího vztahu:

$$r_D = \frac{\text{úroky}}{\text{ÚCK}} \quad (2.17)$$

kde *úroky* představují nákladové úroky získané z výkazu zisku a ztrát z části týkající se finanční činnosti podniku, a *ÚCK* je úročený cizí kapitál, kterým se myslí bankovní úvěry, různé finanční výpomoci, dluhopisy a jiná pasiva, ze kterých plynou náklady v podobě úroků.

### 2.4.3 Náklady na vlastní kapitál

Stanovení nákladů na vlastní kapitál je složitější než určení nákladů cizího kapitálu. Základní rozdělení metod stanovení těchto nákladů je na metody založené na tržních přístupech a na metody vycházející z účetních dat. Rozhodnutí o volbě metody je závislé na vyspělosti finančních trhů dané ekonomiky. Základními metodami jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM (*Capital Asset Pricing Model*),
- arbitrážní model oceňování – APM (*Arbitrage Pricing Model*),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové metody.

#### Model oceňování kapitálových aktiv - CAPM

Model se využívá ve vyspělých ekonomikách, kde jsou k dispozici tržní data. V modelu se bere v úvahu vliv systematického rizika trhu na daný cenný papír. Náklady vlastního kapitálu se dle modelu CAMP vypočítají:

$$E(r_E) = R_F + \beta_e [E(r_M) - R_F] \quad (2.18)$$

kde  $r_E$  jsou náklady na vlastní kapitál,  $R_F$  je bezriziková úroková sazba,  $\beta_e$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(r_M)$  je výnos tržního portfolia.

Koeficient  $\beta_e$  představuje systematické riziko cenných papírů. Toto riziko je vyvoláno faktory, které zasahují všechna aktiva na kapitálovém trhu, jedná se zejména o neočekávané změny inflace, HDP, kursu měny. Koeficient  $\beta_e$  vyjadřuje relativní citlivost cenného papíru k průměrné rizikovosti kapitálového trhu. Je-li  $\beta_e > 1$ , je riziko konkrétního aktiva větší než riziko kapitálového trhu a naopak.

#### Stavebnicový model

V rámci České republiky se  $r_E$  stanovují na základě stavebnicového modelu, který patří mezi modely vycházející z účetních dat. Důvodem je to, že v ČR neexistuje dostatečně dlouhou dobu likvidní kapitálový trh a tržní ekonomika.

Model je založen na principu sčítání bezrizikové výnosnosti a rizikových přírážek. Existuje celá řada stavebnicových modelů. Níže je popsán model, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR.

Náklady celkového kapitálu firmy se určují:

$$WACC = R_F + R_{POD} + R_{FINSTAB} + R_{LA} + R_{FINSTRU} \quad (2.19)$$

kde  $R_F$  je bezriziková úroková sazba,  $R_{POD}$  je riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku,  $R_{FINSTAB}$  je riziková přírážka za riziko odvíjející se od finanční stability,  $R_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku a  $R_{FINSTRU}$  je riziková přírážka za finanční strukturu. Výpočet jednotlivých přírážek je popsán níže.

Jestliže podnik nemá cizí úročený kapitál, riziková přírážka za finanční strukturu se rovná nule. Náklady celkového kapitálu nezadlužené (*Unleveradge*) firmy se tedy určují jako:

$$WACC_U = R_F + R_{POD} + R_{FINSTAB} + R_{LA} \quad (2.20)$$

Na základě předchozího vztahu spočteme celkové náklady zadlužené firmy (*Leveradge*), které vyjadřuje následující vztah:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot t\right) \quad (2.21)$$

a náklady vlastního kapitálu:

$$r_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}} \quad (2.22)$$

kde  $UZ = VK + BU + OBL$  jsou úplatné cizí zdroje,  $A$  jsou aktiva,  $UM$  je úroková míra,  $BU$  jsou bankovní úvěry,  $OBL$  jsou obligace a  $VK$  je vlastní kapitál a  $\frac{CZ}{Z}$  je podíl čistého zisku na zisku, který zohledňuje skutečnou míru zdanění.

Výpočet rizikových přírážek a bezrizikové sazby jsou každoročně zveřejňovány v materiálu Ministerstva průmyslu a obchodu. Pro účely diplomové práce byl využitý materiál s názvem „Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009“, popisu rizikových přírážek se věnuje kapitola 6.2.2. Controlling rizik<sup>11</sup>.

#### ▪ Bezriziková sazba - $R_F$

Bezriziková sazba se stanovuje jako výnos 10letých státních dluhopisů. V roce 2006 byla bezriziková sazba 3,77%, v roce 2007 4,28 % , v roce 2008 4,55 % a v roce 2009 4,67 %.

<sup>11</sup> Finanční analýza podnikové sféry 2009, z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>; Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2007, z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument43538.html>>.

- **Riziková přírážka za finanční stabilitu -  $R_{FINSTAB}$**

Tato riziková přírážka se odvíjí od likvidity podniku a platí pro ni:

- když  $L3 \leq XL1$ , pak  $R_{FINSTAB} = 10 \%$ ,
- když  $L3 \geq XL2$ , pak  $R_{FINSTAB} = 0 \%$ ,

$$\text{když } XL1 < L3 < XL2, \text{ pak } R_{FINSTAB} = \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1. \quad (2.23)$$

Ve výše uvedených vztazích zkratky  $XL1$  a  $XL2$ , jsou likvidity odvětví ( $XL1$ ) okamžitá likvidita,  $XL2$  pohotová likvidita), ve kterém analyzovaný podnik působí. Hodnoty za odvětví si můžeme vyhledat na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu pomocí aplikace Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA<sup>12</sup>. Symbol  $L3$  reprezentuje ukazatel běžné likvidity analyzovaného podniku a vypočítáme ho dělením oběžných aktiv součtem krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů.

- **Riziková přírážka za velikost podniku -  $R_{LA}$**

Tato riziková přírážka se váže k úplatným zdrojům podniku ( $UZ$ ), které představují součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů. Pro přírážku platí:

- když  $UZ \leq 100$  mil. Kč, pak  $R_{LA} = 5 \%$ ,
- když  $UZ \geq 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 0 \%$ ,
- když  $100 \text{ mil. Kč} < UZ < 3 \text{ mld. Kč}$ , pak  $R_{LA} = \frac{(3 - UZ)^2}{168,2}$ , (2.24)

přičemž  $UZ$  jsou dosazeny v mld. Kč.

- **Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku -  $R_{POD}$**

Tato riziková přírážka se odvíjí od ukazatele rentability aktiv ( $EBIT/aktiva$ ), který vypovídá o produkční síle podniku. Produkční síla podniku se porovnává s mírou využívání cizího kapitálu. Podmínka zní:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.25)$$

kde  $EBIT$  je výsledek hospodaření před úroky a daněmi,  $A$  jsou aktiva,  $UZ$  jsou úplatné zdroje a  $UM$  je úroková míra. Zavedeme substituci za ukazatel rentability aktiv, a to

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \text{ pak pro přírážku platí:}$$

---

<sup>12</sup> Benchmarkingový diagnostický systém INFA, z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>>.

- když  $\frac{EBIT}{A} > X1$ , pak  $R_{POD}$  = minimální hodnota  $R_{POD}$  v odvětví,
- když  $\frac{EBIT}{A} < 0$ , pak  $R_{POD} = 10 \%$ ,
- když  $0 < \frac{EBIT}{A} < X1$ , pak  $R_{POD} = \frac{\left(X - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{X1^2} \cdot 0.1$ . (2.26)

Minimální hodnotu  $R_{POD}$  v odvětví zjistíme opět pomocí aplikace Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA vytvořenou Ministerstvem průmyslu a obchodu.

#### ▪ Riziková přírážka za finanční strukturu – $R_{FINSTRU}$

Tato riziková přírážka se vyskytuje jen u společností, které využívají úročený cizí kapitál a vypočítá se jako:

$$R_{FINSTRU} = r_E - WACC \quad (2.27)$$

V praktické části bude využita metoda *EVA* na bázi operativního zisku, kde dosadíme náklady na celkový kapitál *WACC*. Tyto náklady budou určeny na základě stavebnicového modelu.

## 2.5 Pyramidový rozklad ukazatele EVA

Při hodnocení finanční výkonnosti podniku bychom si neměli vystačit pouze se zjištěním vývoje komplexního ukazatele v čase, v našem případě ukazatele *EVA*, avšak měli bychom zkoumat faktory a vlivy působící na růst či pokles ukazatele. Takovéto zkoumání je možné pomocí metody pyramidového rozkladu ukazatele *EVA*. Pyramidový rozklad nám usnadní posoudit podnik ve všech souvislostech a analyzovat vnitřní vztahy a vzájemné souvislosti mezi ukazateli.

Základní myšlenkou pyramidové soustavy ukazatelů je postupný rozklad vrcholového ukazatele do dalších dílčích ukazatelů. Následně se kvantifikuje míra vlivů těchto dílčích ukazatelů, jako příčinných faktorů, na změnu vrcholového ukazatele. Součet vlivů změn dílčích ukazatelů se musí rovnat změně vrcholového ukazatele:

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i} \quad (2.28)$$

V uvedeném vzorci představuje  $x$  vrcholový ukazatel,  $\Delta y_x$  změnu vrcholového ukazatele,  $a_i$  dílčí ukazatel a  $\Delta x_{a_i}$  představuje vliv změny dílčího ukazatele na vrcholový ukazatel  $x$ .

Při rozložení ukazatele *EVA* zjistíme, co působí pozitivně na tvorbu přidané hodnoty a co naopak snižuje přidanou hodnotu. Zároveň se dovíme, jak významný mají tyto faktory vliv.

### 2.5.1 Vazby mezi ukazateli a metody výpočtu

Mezi dílčími ukazateli mohou být buď aditivní nebo multiplikativní vazby.

- **Aditivní vazba** – vrcholový ukazatel se rozkládá do součtu či rozdílů dílčích ukazatelů.
  - př. rozkladu ukazatele s aditivní vazbou:

$$\frac{EBIT}{tržby} = \frac{EAT}{tržby} + \frac{daň}{tržby} + \frac{úroky}{tržby} \quad (2.29)$$

- výpočet vlivů dílčích ukazatelů se provede s použitím následujícího vzorce:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x \quad (2.30)$$

V uvedeném vzorci představuje  $\Delta a_i$  změnu dílčího ukazatele.

- **Multiplikativní vazba** – mezi dílčími ukazateli je násobení či dělení. Výpočet vlivů dílčích ukazatelů (s multiplikativní vazbou) se provádí pomocí následujících čtyř metod (užití závisí na tom, jak je multiplikativní vazba řešena).

#### 2.5.1.1 Metoda postupných změn

Postup výpočtu vlivů dílčích ukazatelů na změnu vrcholového ukazatele je vysvětlen na rozkladu vrcholového ukazatele  $x$  na součin tří dílčích ukazatelů ( $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$ ). Jedná se o změnu vrcholového ukazatele v čase, mezi dvěma obdobími (období analyzované  $t_1$ , období minulé  $t_0$ ). Vlivy dílčích ukazatelů se vyčísľují následovně:

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{20} \cdot a_{30} \\ \Delta x_{a_2} &= a_{11} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{30} \\ \Delta x_{a_3} &= a_{11} \cdot a_{21} \cdot \Delta a_3 \end{aligned} \quad (2.31)$$

Výhodou metody je jednoduchost výpočtu a bezezbytkový rozklad, nevýhodou je, že velikost vlivů dílčích ukazatelů na změnu vrcholového ukazatele je závislá na pořadí dílčích ukazatelů ve výpočtu.

### 2.5.1.2 Logaritmická metoda rozkladu

Vliv dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel se určí pomocí následujícího vztahu,

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x \quad (2.32)$$

kde  $I_{a_i} = \frac{a_{i1}}{a_{i0}}$  je index změny dílčího ukazatele a  $I_x = \frac{x_1}{x_0}$  index změny vrcholového ukazatele.

Předností metody je, že při rozkladu nevzniká zbytek ani nezáleží na pořadí ukazatelů, nevýhodou však, že při výpočtu je využíván logaritmus, který je definován jen pro kladná čísla (nelze využít, když je firma ve ztrátě a následující rok v zisku).

### 2.5.1.3 Metoda rozkladu se zbytkem

Výhodou metody je, že velikost vlivů dílčích ukazatelů není ovlivněna pořadím ukazatelů. Naopak nevýhodou je, že při rozkladu zůstane zbytková složka, kterou nelze jednoznačně přiřadit jednotlivým vlivům.

### 2.5.1.4 Funkcionální metoda rozkladu

Výhody funkcionální metody jsou shodné s metodou logaritmickou, a to že při rozkladu nevzniká zbytek a ani nezáleží na pořadí ukazatelů. Funkcionální metoda dále odstraňuje i problém záporných indexů ukazatelů. U funkcionální metody pracujeme oproti metodě logaritmické s diskrétními výnosy. Negativem metody je přidělování váhy při rozdělování společných faktorů, protože je těžké najít ekonomické zdůvodnění přístupu.

V případě, že se při rozkladu vyskytují pouze kladné indexy ukazatelů, doporučuje se využít logaritmickou metodu. Pokud se vyskytují i záporné indexy ukazatelů lze buď využít kombinaci metod, pro část větve pyramidového rozkladu logaritmickou metodu a pro část například metodu postupných změn nebo funkcionální. Vhodnějším postupem však je aplikovat na celý rozklad funkcionální metodu.

V případě, že budeme počítat vliv pouze dvou činitelů na vrcholový ukazatel, pomocí funkcionální metody vypočítáme vlivy dle rovnic:

$$x = a_1 \cdot a_2$$

$$\Delta x_{a_1} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2}\right) \cdot \Delta y_x$$

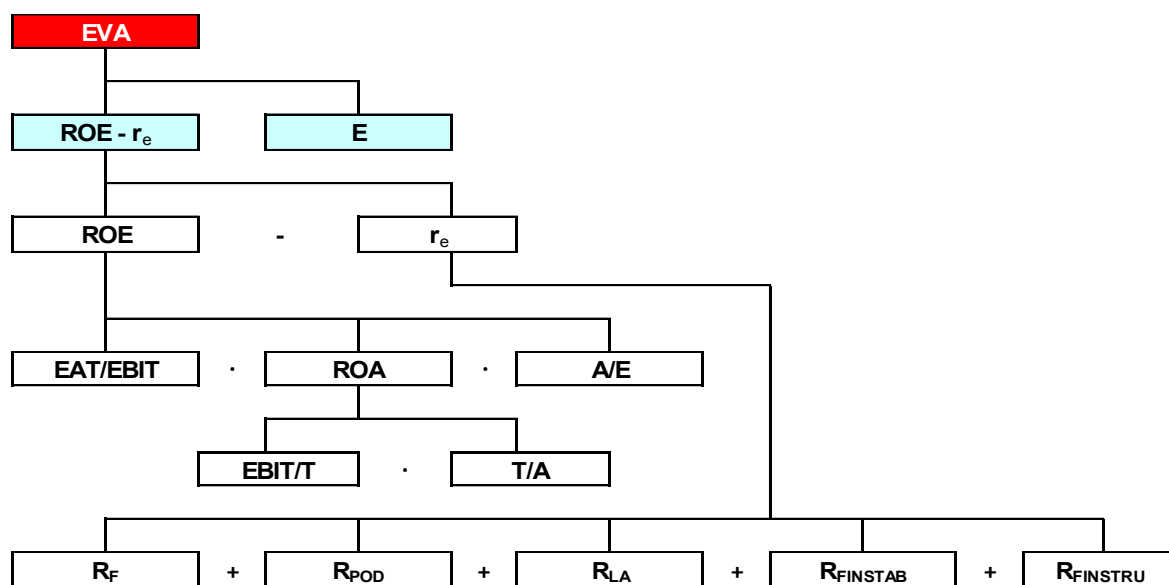
$$\Delta x_{a_2} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1}\right) \cdot \Delta y_x \quad (2.33)$$

Matematické odvození rovnic funkcionální metody nalezneme v publikaci uvedené v poznámce<sup>13</sup>.

## 2.5.2 Grafické znázornění rozkladu EVA

Rozklad ukazatele *EVA* může být proveden několika způsoby. Níže je uveden rozklad *EVY* na bázi zúženého hodnotového rozpění, tedy *EVY*, která počítá přidanou hodnotu vlastního kapitálu. Rozklad byl sestaven na základě kombinace dvou zdrojů uvedených v poznámce<sup>14</sup>.

Schéma 2.1 – Pyramidový rozklad ukazatele EVA



Zdroj: Vlastní zpracování

<sup>13</sup> Dluhošová D. a kolektiv: Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování (2004), s. 152.

<sup>14</sup> Dluhošová, D.: Finanční řízení a rozhodování podniku (2006), s. 102; Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, s. 63, z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>.



## 2.6 Souhrnné ukazatele hodnocení výkonnosti podniku

Ekonomická přidaná hodnota, je měřítkem výkonnosti podniku. Tento ukazatel lze také řadit mezi tzv. souhrnné ukazatele hodnocení. Společným rysem souhrnných ukazatelů je, že provedeme řadu propočtů, až nakonec nám vyjde jedno číslo, které vypovídá o finanční situaci podniku. Existují dvě základní techniky vytváření soustav ukazatelů<sup>15</sup>.

- Soustavy hierarchicky uspořádaných ukazatelů, u nichž existuje matematická provázanost. Typickým příkladem je pyramidový rozklad.
- Účelově vybrané skupiny ukazatelů, pomocí nichž se snažíme kvalitativně hodnotit finanční zdraví firmy. Tyto modely se nazývají predikční a zaměřují na předpověď budoucího vývoje firmy.

Pomocí pyramidového rozkladu ukazatele *EVA* tedy zhodnotíme zejména minulý vývoj a dovíme se, jaké jsou pozitivní a negativní vlivy na růst přidané hodnoty. Z takto získaných hodnot můžeme navrhnout doporučení pro budoucí finanční plánování a řízení firmy. Budeme-li chtít mít hodnocení výkonnosti firmy kompletní a znát i předpokládaný vývoj do budoucna, aplikujeme predikční modely.

### ***Predikční modely hodnocení finanční výkonnosti***

Predikční modely hodnocení finanční výkonnosti podniku se využívají také jako ukazatel *EVA* k souhrnnému hodnocení finanční situace podniku. Smyslem predikčních modelů je odhad finanční situace v budoucnu a snaha o včasnou identifikaci potenciální finanční tísně. Výhodou predikčních modelů je zejména to, že na místo výpočtů a interpretací řady poměrových ukazatelů, vypočteme pouze jedno číslo, pomocí něhož zjistíme celkovou ekonomickou situaci podniku. Naopak nevýhodou je nižší vypovídací schopnost těchto modelů, a proto jsou vhodné spíše pro rychlé analýzy, například pro potřeby srovnání několika podniků. Nelze pomocí nich provádět hloubkové analýzy.

Predikční modely dělíme **na bonitní a bankrotní**. Obě tyto skupiny posuzují finanční zdraví firmy, liší se však v účelu, k jakému modely byly vytvořeny.

- Pomocí **bankrotních modelů** zjistíme, zda analyzovaná firma je ohrožena bankrotem nebo je bankrot velice nepravděpodobný. Modely jsou totiž založeny na

---

<sup>15</sup> Růčková, P.: Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi (2007), s. 70.

předpokladu, že podnik již před tím, než se dostane do bankrotu, vykazuje symptomy typické pro tuto událost. Jedná se zejména o problémy s likviditou či s rentabilitou celkového vloženého kapitálu.

- Bonitní modely nás informují o tom, zda se firma řadí mezi dobré či špatné podniky z hlediska finančního zdraví. Hodnocení se provádí na základě srovnání podniků v rámci jednoho odvětví.

## 2.6.1 Bankrotní modely

Příkladem bankrotních modelů je Altmanův model, Model „IN“ Index důvěryhodnosti, Tafflerův model.

### 2.6.1.1 Altmanův model (Z-skóre)

Altmanův model vychází z diskriminační analýzy, jejímž výsledkem je rovnice. Rovnici Altman sestavil na základě statistické analýzy souboru několika firem (zbankrotovaných a nezbankrotovaných). „*Rovnice je součtem hodnot pěti běžných poměrových ukazatelů, jimž je přiřazena různá váha, z níž největší váhu má rentabilita celkového kapitálu.*“<sup>16</sup> Po dosazení konkrétních údajů za analyzovanou firmu do rovnice, nám vyjde jedno číslo. Dle toho do jakého rozmezí číslo spadá, zjistíme jak na tom firma je. Altman stanovil tři rozmezí: 1. pro firmu, jejíž finanční situace je uspokojivá, 2. tzv. šedá zóna – jedná se o firmu, o které nemůžeme říct, že je úspěšná, ale zároveň ji nehodnotíme jako firmu s problémy, 3. firma s finančními problémy, které může hrozit i bankrot.

Altman sestavil rovnici jednak pro firmy, které patří do skupiny firem veřejně obchodovaných na burze a jednak pro společnosti, které nejsou veřejně obchodovatelné.

Altmanův model pro firmy s veřejně obchodovatelnými akciemi se zjistí dle vztahu:

$$Z = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1 \cdot X_5 \quad (2.34)$$

kde  $X_1$  je podíl pracovního kapitálu k celkovým aktivům,

$X_2$  je rentabilita čistých aktiv (nerozdělený zisk/aktiva celkem),

$X_3$  je *EBIT/aktiva celkem*,

$X_4$  je tržní hodnota vlastního kapitálu/účetní hodnota cizích zdrojů,

$X_5$  je tržby/aktiva celkem.

---

<sup>16</sup> Růčková, P.: Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi (2007), s. 73.

Vypočtený výsledek se interpretuje jako<sup>17</sup>:

$Z > 2,99$  ..... uspokojivá finanční situace,  
 $1,81 < Z \leq 2,99$  ..... šedá zóna (neprůkazný výsledek),  
 $Z \leq 1,81$  ..... „přímí kandidáti bankrotu“.

Altmanův model pro ostatní firmy se vypočte dle upravené verze:

$$Z = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,42 \cdot X_4 + 0,998 \cdot X_5 \quad (2.35)$$

kde  $X_1$  až  $X_5$  jsou shodné jako v původní rovnici.

Hraniční hodnoty pro jednotlivá rozmezí jsou o něco nižší, výsledek interpretujeme jako:

$Z > 2,9$  ..... uspokojivá finanční situace,  
 $1,2 < Z \leq 2,9$  ..... šedá zóna (neprůkazný výsledek),  
 $Z \leq 1,2$  ..... „přímí kandidáti bankrotu“.

Altmanův model je často kritizován za nespolehlivost při aplikaci na české podniky. Jelikož tento model byl sestaven pro zcela jiné tržní podmínky. Proto v roce 1995 přišli Inka a Ivan Neumaierovi s bankrotním modelem vycházejícím z údajů z české ekonomiky.

#### 2.6.1.2 Model „IN“ Index důvěryhodnosti

Manželé Neumaierovi sestavili tento model se snahou o hodnocení finančního zdraví českých firem v českém prostředí. Model byl sestaven na základě analýzy více než jednoho tisíce firem.

Model IN má společné s modelem Altmanovým to, že je vyjádřen také rovnicí, která se rovněž skládá z poměrových ukazatelů zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. Odlišnost je v tom, že přiřazená váha jednotlivým poměrovým ukazatelům je váženým průměrem hodnot tohoto ukazatele v odvětví. Váhy pro jednotlivá odvětví a jednotlivé poměrové ukazatele jsou uvedeny v příloze 5. Znamená to, že model zohledňuje specifika jednotlivých odvětví na rozdíl od Altmanova modelu.

Index IN se určí dle vztahu:

$$Z = V_1 \cdot A / CZ + V_2 \cdot EBIT / U + V_3 \cdot EBIT / A + V_4 \cdot T / A + V_5 \cdot OA(KZ + KBU) + V_6 \cdot ZPL / T \quad (2.36)$$

---

<sup>17</sup> Kalouda, F.: Finanční řízení podniku (2009), s. 152.

kde  $V_n$  jsou váhy jednotlivých ukazatelů,  $A$  jsou aktiva,  $CZ$  jsou cizí zdroje,  $U$  nákladové úroky,  $T$  jsou tržby,  $OA$  jsou oběžná aktiva,  $KZ$  jsou krátkodobé závazky,  $KBU$  krátkodobé bankovní úvěry a  $ZPL$  závazky po lhůtě splatnosti.

Hodnocení finanční situace podniku dle indexu IN je následující<sup>18</sup>:

$IN > 2$  ..... podnik s dobrým finančním zdravím,

$1 < IN \leq 2$  ..... podnik s nevyhraněnými výsledky,

$IN \leq 1$  ..... podnik se pravděpodobně ocitne v existenčních problémech.

## 2.6.2 Bonitní modely

Mezi bonitní modely řadíme Kralickův Quicktest, Tamariho model, Indikátor bonity, Beermanova diskriminační funkce, Grünwaldův index bonity.

### 2.6.2.1 Kralickův Quicktest

Tento model navrhnul v roce 1990 P. Kralicek a skládá se ze čtyř ukazatelů, které každý reprezentuje jednu ze základních oblastí finanční analýzy, a to oblast stability, likvidity, rentability a výsledku hospodaření. Výběr ukazatelů byl proveden tak, aby model hodnotil jak finanční stabilitu, tak i výnosovou situaci firmy. Podle výsledných hodnot jednotlivých ukazatelů jsou pak přiřazeny firmě body.

Ukazatele zařazené do modelu jsou následující:

$$\text{Kvóta vlastního kapitálu } (R_1) = \frac{VK}{A} \quad (2.37)$$

$$\text{Doba splácení dluhu z CF } (R_2) = \frac{\text{cizí zdroje} - PP}{\text{provozní cash flow}} \quad (2.38)$$

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu } (R_3) = \frac{EBIT}{A} \quad (2.39)$$

$$\text{Cash flow v \% tržeb } (R_4) = \frac{\text{provozní cash flow}}{\text{výkony}} \quad (2.40)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál,  $A$  jsou aktiva a  $EBIT$  je výsledek hospodaření před zdaněním a úroky.

Vypočteným hodnotám přiřadíme body dle následující tabulky č 2.1.

<sup>18</sup> Růčková, P.: Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi (2007), s. 74.

Tabulka 2.1 – Pyramidový rozklad EVA

Rovnice	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
$R_1$	< 0	0 - 0,1	0,1 - 0,2	0,2 - 0,3	> 0,3
$R_2$	> 30	12 - 30	5 - 12	3 - 5	< 3
$R_3$	< 0	0 - 0,08	0,08 - 0,12	0,12 - 0,15	> 0,15
$R_4$	< 0	0 - 0,05	0,05 - 0,08	0,08 - 0,1	> 0,1

Zdroj: Dluhošová, D.: *Finanční řízení a rozhodování podniku* (2006), s. 93.

Hodnocení firmy se pak provede tak, že vypočteme aritmetický průměr bodů za rovnice  $R_1$  a  $R_2$ , které hodnotí finanční stabilitu, následně provedeme aritmetický průměr rovnic  $R_3$  a  $R_4$ , pomocí nichž hodnotíme výnosovou situaci firmy. Na závěr vypočteme aritmetický průměr těchto dvou průměrů a provedeme interpretaci finančního zdraví následovně:

hodnota > 3 .. ..... podnik, který je bonitní,

1 < hodnota ≤ 3..... podnik s nevyhraněnými výsledky,

hodnota ≤ 1 ... ..... potíže ve finančním hospodaření firmy.

### 2.6.2.2 Indikátor (index) bonity

Indikátor bonity je sestaven ze šesti poměrových ukazatelů a vypočítá se pomocí následující diskriminační rovnice:

$$IB = 1,5 \cdot CF / CZ + 0,08 \cdot A / CZ + 10 \cdot EBT / A + 5 \cdot EBT / T + 0,3 \cdot zásoby / T + 0,1 \cdot T / A \quad (2.41)$$

kde  $CF$  je cash flow,  $CZ$  jsou cizí zdroje,  $A$  jsou aktiva,  $EBT$  zisk před zdaněním,  $T$  jsou tržby. Druhou variantou výpočtu je místo tržeb ve vzorci dosadit výkony celkem.

Finančně-ekonomická situace firmy tím lepší, čím vyjde vyšší hodnota IB. Konkrétní rozmezí uvedeno níže<sup>19</sup>:

extrémě špatná	velmi špatná	špatná	určité problémy	dobrá	velmi dobrá	extrémě dobrá
-3	-2	-1	0	+1	+2	+3

### 2.6.2.3 Tamariho model

Tento model hodnotí firmy na základě bankovní praxe. Jelikož M. Tamari pracoval jako bankovní úředník a k modelu došel na základě vlastních zkušeností. V modelu se hodnotí sedm ukazatelů a to na základě bodovací metody. Hodnota každého jednotlivého ukazatele je

<sup>19</sup> Kalouda, F.: *Finanční řízení podniku* (2009), s. 154.

obodována dle rozmezí, ve kterém se nachází a na závěr se provede vážený průměr získaných bodů. Ukazatele zařazené do modelu jsou následující:

$$\text{Vlastní kapitál/cizí zdroje } (R_1) = \frac{VK}{CZ} \quad (2.42)$$

$$\text{Čistý zisk/vlastní kapitál } (R_3) = \frac{EAT}{VK} \quad (2.43)$$

$$\text{Pohotová likvidita } (R_4) = \frac{OA - \text{zásoby}}{KZ} \quad (2.44)$$

$$(R_5) = \frac{\text{výrobní spotřeba}}{\text{prům. stav nedokončené výroby}} \quad (2.45)$$

$$(R_6) = \frac{T}{\text{prům. stav pohledavek}} \quad (2.46)$$

$$(R_7) = \frac{\text{výrobní spotřeba}}{\text{pracovní kapitál}} \quad (2.47)$$

V tabulce 2.2 uvedeny intervaly hodnot a bodové ohodnocení pro jednotlivé rovnice.  $R_2$  v tabulce představuje čistý zisk,  $HK$  horní kvartil hodnot příslušných ukazatelů v daném oboru,  $Md$  medián a  $DK$  dolní kvartil hodnot příslušných ukazatelů v daném oboru.

Tabulka 2.2 – Tamariho model

Rovnice	Interval hodnot	Body	Rovnice	Interval hodnot	Body
<b>R<sub>1</sub></b>	0,5 a více	25	<b>R<sub>5</sub></b>	$HK$ a více	10
	0,4 až 0,5	20		$Md$ až $HK$	6
	0,3 až 0,4	15		$DK$ až $Md$	3
	0,2 až 0,3	10		$DK$ a méně	0
	0,1 až 0,2	5	<b>R<sub>6</sub></b>	$HK$ a více	10
	0,1 a méně	0		$Md$ až $HK$	6
<b>R<sub>2</sub>, R<sub>3</sub></b>	Posl. 5 let kladné $R_2$ a $R_3 > HK$	25		$DK$ až $Md$	3
	Posl. 5 let kladné $R_2$ a $R_3 > Md$	20		$DK$ a méně	0
	Posl. 5 let kladné $R_2$	15	<b>R<sub>7</sub></b>	$HK$ a více	10
	$R_3 > HK$	10		$Md$ až $HK$	6
	$R_3 > Md$	5		$DK$ až $Md$	3
	Jinak	0		$DK$ a méně	0
<b>R<sub>4</sub></b>	2 a více	20			
	1,5 až 2	15			
	1,1 až 1,5	10			
	0,5 až 1,1	5			
	0,5 a méně	0			

Zdroj: Dluhošová, D.: Finanční řízení a rozhodování podniku (2006), s. 93.

Maximálně může podnik dosáhnout 100 bodů. Dosáhne-li více než 60 bodů, je u něj malá pravděpodobnost bankrotu, nedosahuje-li však ani 30 bodů pravděpodobnost je vyšší.

### 3 MĚŘENÍ VÝKONNOSTI VYBRANÉHO PODNIKU

Obsahem této kapitoly je představení analyzovaného podniku a aplikace metody ekonomické přidané hodnoty pro hodnocení výkonnosti podniku. Dále bude rozpracován pyramidový rozklad ukazatele *EVA* a podnik zhodnocen pomocí bonitních a bankrotních modelů.

Při představení společnosti i aplikaci metody *EVA* se vychází z finančních účetních výkazů, a to rozvahy a výkazu zisku a ztráty za účetní období 2006 – 2009, které jsou součástí přílohy 1 a 2. Dále jsou využity informace z příloh k účetním závěrkám<sup>20</sup>.

#### 3.1 Představení společnosti Fatra, a.s.

Náplní této kapitoly je představení vybrané společnosti Fatra, a.s., jehož součástí je seznámení s předmětem činnosti, popsání událostí, které společnost v analyzovaném období nejvíce ovlivňovaly a provedení krátké finanční analýzy, abychom získali představu o finanční situaci v analyzovaném podniku.

##### 3.1.1 Oblast podnikání společnosti Fatra, a.s.

Společnost Fatra, a.s. (dále jen Fatra) se řadí mezi zpracovatele plastů<sup>21</sup> (PVC, PO, PP a PET). V České republice patří mezi přední výrobce plastikářského průmyslu. MPO uvádí společnost na třetím místě při hodnocení odvětví CZ-NACE 22 výroby zboží z plastů za rok 2009<sup>22</sup>. Své postavení si společnost vybuchovala také v rámci Evropy, zejména střední a procento výrobků, které směřují na zahraniční trhy, se každoročně zvyšuje.

Fatra je součástí skupiny AGROGERT HOLDING, která sdružuje subjekty mající vazbu na zemědělství, potravinářství a chemii. AGROFERT, a.s. je dnes největší obrátovou skupinou v českém zemědělství a druhou největší v české chemii<sup>23</sup>. Ovládající osobou společnosti Fatra je Synthesia, a.s. se sídlem v Pardubicích.

Fatra byla založena již v roce 1935 a zaujímá tím prvenství mezi zpracovateli plastů v České republice. Nesporně má tedy zásluhy na rozvoji oboru u nás. V průběhu své historie

<sup>20</sup> Přílohy k účetním závěrkám společnosti Fatra, a.s., z WWW: <<http://www.justice.cz>>.

<sup>21</sup> Plastikářský průmysl se řadí do OKEČ 25 (Výroba pryžových a plastových výrobků) nebo CZ-NACE 22.2 (Výroba zboží z plastů).

<sup>22</sup> CZ-NACE 22, s. 112, z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>.

<sup>23</sup> Informace o společnosti Fatra, a.s. z firemních internetových stránek WWW: <[www.fatra.cz](http://www.fatra.cz)>.

se zpočátku orientovala spíše na výrobu masek, ochranných oděvů či pryžových hraček. Fatra se zabývala také gumárenskou výrobou, tu však v průběhu vývoje předala do jiných závodů. Od roku 1940 začala postupná orientace na zpracování plastických hmot. V roce 1956 zařadila do svého výrobního programu PE, v roce 1975 PP a v roce 1992 zahájila zpracování BO PET. Od roku 1998 byla Fatra součástí společnosti Aliachem, a.s., od roku 2006 však byla opět Fatra z Aliachem, a.s. vyčleněna.

Výroba i prodej jsou od roku 1994 certifikovány systémem řízení kvality ISO 9001. V roce 2000 společnost získala také certifikaci ISO 14 001, která vypovídá o tom, že její činnosti jsou v souladu s péčí o životní prostředí. Fatra je spolupořadatelem jediné mezinárodní plastikářské konference v České republice s názvem PLASTKO.

V současné době společnost podniká ve dvou výrobních provozovnách, a to v Napajedlech u Zlína a v Chropyni u Kroměříže. Po České republice má rozmístěných pět prodejních skladů, a to v Praze, Plzni, Hradci Králové, Ostravě-Kunčicích a Českých Budějovicích.

Výrobní program společnosti Fatra je charakteristický svou vysokou diverzifikací, obsahuje produkty, které jsou dodávány do řady průmyslových odvětví. Mezi **nejvýznamnější tržní segmenty** společnosti se řadí<sup>24</sup>:

- stavebnictví – izolační fólie, technické fólie, podlahové krytiny, desky,
- potravinářství – fólie, kelímky, BO PET fólie a lamináty,
- galanterie – desky, měkčené a neměkčené fólie,
- obuvnictví – vytlačované profily a granulát PVC,
- odvětví hygieny – paropropustné fólie a lamináty, ložní vložky,
- zdravotnictví – speciální PVC fólie, hadičky,
- spotřební průmysl - fólie a desky, vstřikované výrobky, potištěné fólie,
- automotive - vytlačované profily, granulát PVC, fólie.

V následující tabulce 3.1 vidíme strukturu tržeb společnosti Fatra v analyzovaném období. Je zde uvedeno pět výrobků, které byly nejvíce prodávány v analyzovaném období a jsou seřazeny dle objemů produktů v roce 2009. V letech 2006 až 2009 rostly prodeje podlahových krytin a významně se zvýšila výroba výrobků pro společnost IKEA, zejména v roce 2009. V roce 2009 podstatně poklesly tržby z prodeje izolačních a technických folií, což souvisí s útlumem ve stavebnictví v tomto roce v důsledku hospodářské krize.

---

<sup>24</sup>Informace o společnosti Fatra, a.s. z firemních internetových stránek WWW: <[www.fatra.cz](http://www.fatra.cz)>.



Tabulka 3.1- Struktura tržeb za prodané vlastní výrobky a služby podle druhů činnosti (v %)

Činnost	2006	2007	2008	2009
1 Podlahové krytiny, granulát	19,1	18,7	20,7	22,2
2 Speciální výrobky - IKEA	12,4	10,8	13,2	17,0
3 Izolační fólie	11,3	19,5	19,2	15,4
4 BO PET	12,5	12,9	13,3	15,4
5 Technické folie	12,9	11,2	11,3	11,1

Společnost Fatra se řadí mezi jednoho z největších zpracovatelů plastů v Evropě. Export se podílí na tržbách více než z 50 % a v analyzovaném období podíl exportu roste. Konkrétně v roce 2006 tvořil export 56 % tržeb, v roce 2007 60 %, v roce 2008 60,8 % a v roce 2009 63,09 %. V tabulce 3.2 je uvedeno pět zemí, do kterých Fatra nejvíce vyváží svou produkci. Země jsou seřazeny dle objemů vývozu v roce 2009. V průběhu analyzovaného období nejvíce roste export do Německa.

Tabulka 3.2 - Teritoriální struktura tržeb exportu (v %)

Export	2006	2007	2008	2009
1 Německo	10,8	12,5	15,5	21,1
2 Slovensko	15,7	13,3	14,4	14,6
3 Velká Británie	9,6	11,5	18,9	12,7
4 Francie	4,5	4,5	6,2	8,1
5 Polsko	6,1	7,8	7,7	7,9

### 3.1.2 Události ovlivňující společnost v analyzovaném období

V této kapitole jsou stručně shrnuty události, které ovlivňovaly společnost v analyzovaném období let 2006 až 2009.

#### Restrukturalizace

Společnost Fatra, jak již bylo uvedeno, od roku 1998 byla součástí akciové společnosti Aliachem, a.s. Vznik společnosti Fatra, a.s. je datován na 16. listopadu 2004 (jako odštěpný závod Fatra z Aliachem, a.s.), avšak reálná podnikatelská činnost byla zahájena až 1. ledna 2006.

Ve společnosti Fatra byl v polovině roku 2005 zahájen restrukturalizační proces, který pokračoval až do roku 2008. Cílem restrukturalizace bylo zvýšení produktivity práce, odbourání nadbytečných obslužných činností, nastavení efektivního řízení, snížení zadluženosti a trvale posílit konkurenceschopnost společnosti. V rámci restrukturalizace byl **prodáván nepotřebný majetek**, dále prodávány některé segmenty výroby, které byly nerentabilní. Největší prodeje majetku byly realizovány v roce 2008, což mělo pozitivní vliv na výsledek hospodaření.

Dalším bodem restrukturalizačního procesu byla také změna v **organizační struktuře**. Bylo upuštěno od odděleného řízení výroby a prodeje a nastaven jednotný systém řízení a vzájemné spolupráce mezi výrobou a obchodem. Bylo zavedeno řízení výrob vedoucími jednotlivých prodejních úseků.

Restrukturalizace se dotkla také **počtu zaměstnanců**. Meziročně dochází ke snižování počtu pracovníků v návaznosti na snahu o postupnou optimalizaci počtu pracovníků. Největší meziroční pokles počtu zaměstnanců nastal z roku 2007 na rok 2008, viz tabulka 3.3, souvisí to s tím, že v roce 2008 byly největší prodeje části výrob a majetku, např. ukončena výroba dopravních pásů. V roce 2009 klesl počet pracovníků také z důvodu poklesu výkonů společnosti v důsledku hospodářské krize, o které je zmínka níže. V roce 2009 můžeme také pozorovat, že nevzrostla průměrná mzda, což také souvisí s hospodářskou krizí a snahou o úsporu nákladů.

*Tabulka 3.3 - Vývoj počtu zaměstnanců*

Údaje	2006	2007	2008	2009
Počet zaměstnanců	1 480	1 406	1 248	1 082
Meziroční pokles	-8,5%	-5,0%	-11,2%	-13,3%
Průměrná měsíční mzda (Kč)	18 573	19 733	21 850	21 212

## Investice, výzkum a vývoj

S restrukturalizací úzce souvisí investice společnosti Fatra především **do dlouhodobého hmotného majetku**, jejichž cílem v analyzovaném období byla modernizace a zvýšení kapacity výrobního zařízení. V roce 2006 investice směřovaly zejména do segmentu BO PET fólie, konkrétně up-gradu výrobní linky. V roce 2007 se pracovalo na dokončení projektů z předešlého roku a byly zahájeny dvě nové investice: nákup potiskovacího stroje pro posílení segmentu PPFaL a zvýšení efektivity výroby v segmentu výrobků pro společnost IKEA. Nejvýznamnější investicí v roce 2008 bylo zakoupení linky na výrobu hydroizovalčních fólií včetně investic do zpracování druhotných surovin souvisejících s touto výrobou. Tato investice byla dokončena v roce 2009 a dále v tomto roce zahájena investice do implementace nového informačního systému. Co do objemu prostředků investice v roce 2007 byly realizovány ve výši 167 mil. Kč, v roce 2008 375 mil. Kč a v roce 2009 157 mil. Kč.

Dále je třeba se zmínit o provozních investicích směřujících **do ekologické oblasti**. V průběhu roku 2006 až 2009 investice ke zlepšení kvality životního prostředí významně

rostly. V roce 2006 byly realizovány investice ve výši 2 mil. Kč, v roce 2007 6,1 mil. Kč, v roce 2008 18,3 mil. Kč a v roce 2009 18,7 mil. Kč.

**Výzkum a vývoj** je orientován především na inovování výrobního sortimentu, materiálový vývoj a zlepšení technologických postupů. Zaměřuje se především na segmenty podlahových krytin, hydroizolačních folií, profilů pro automobilový průmysl, aj. V letech 2008 a 2009 v souvislosti s dopady hospodářské krize byl klíčovým úkolem výzkumu projekt ne snižování materiálových nákladů o 1 %. V objemu náklady vynaložené na výzkum a vývoj v analyzovaném období klesaly z 25,2 mil. Kč v roce 2006 na 13,4 mil. Kč v roce 2009.

### **Vývoj v odvětví výroby plastů a hospodářská krize**

Výroba plastů a gumárenských výrobků patřila v uplynulých letech k nejrychleji rostoucím odvětvím průmyslu. Za výrazným růstem plastikářství a gumárenství v České republice stála zejména vysoká poptávka odběratelských odvětví, konkrétně automobilového průmyslu, elektrotechnického průmyslu a stavebnictví<sup>25</sup>. Významná je poptávka po českých plastových výrobcích nejen v tuzemsku, ale také v ostatních evropských zemích. Dynamický růst trval až do druhého čtvrtletí roku 2008, poté v důsledku nástupu finanční krize a později také ekonomické recese, začala klesat produkce ve většině odběratelských odvětví<sup>26</sup>. Je tedy logické, že se recese projevila i v plastikářském průmyslu.

V souvislosti s **dopadem celosvětové hospodářské krize** společnost Fatra pocítila hned v druhé polovině roku 2008 pokles poptávky v segmentech zaměřených na stavební sektor. V tomto roce měla negativní vliv na společnost také silná koruna, jelikož Fatra je proexportní společností. V roce 2009 pokles v tomto segmentu stavebnictví pokračoval, dále se dramaticky snížila poptávka po izolačních a technických fóliích, které se využívají jak ve stavebnictví, tak automobilovém průmyslu. Reakcí společnosti Fatra na tuto situaci bylo vytvoření a realizace **krizové strategie** v průběhu roku 2009. Cílem strategie bylo udržení pozitivního cash flow prostřednictvím opatření řízení stavu zásob, stavu pohledávek a restrikce výdajů a nákladů. Společnosti se podařilo podstatně snížit i výši bankovních úvěrů.

Vývoj odvětví v roce 2010 se zlepšil, díky oživení ekonomického růstu ve většině evropských zemí a v rozhodujících odběratelských odvětvích. Výroba plastových výrobků je perspektivním odvětvím a tuzemský průmysl má dobré předpoklady pro další rozvoj dle

---

<sup>25</sup> Budoucnost profesí, z WWW: <<http://budoucnostprofesi.cz/cs/vyvoj-v-odvetvich/pryze.html>>.

<sup>26</sup> CZ-NACE 22, s.117, z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>.

MPO. Očekává se, že poptávka po plastech díky stále širší nabídce poroste a to jak pro technické účely, tak pro finální spotřebu, včetně produktů pro volný čas<sup>27</sup>.

### 3.1.3 Stručný popis hospodářské situace společnosti

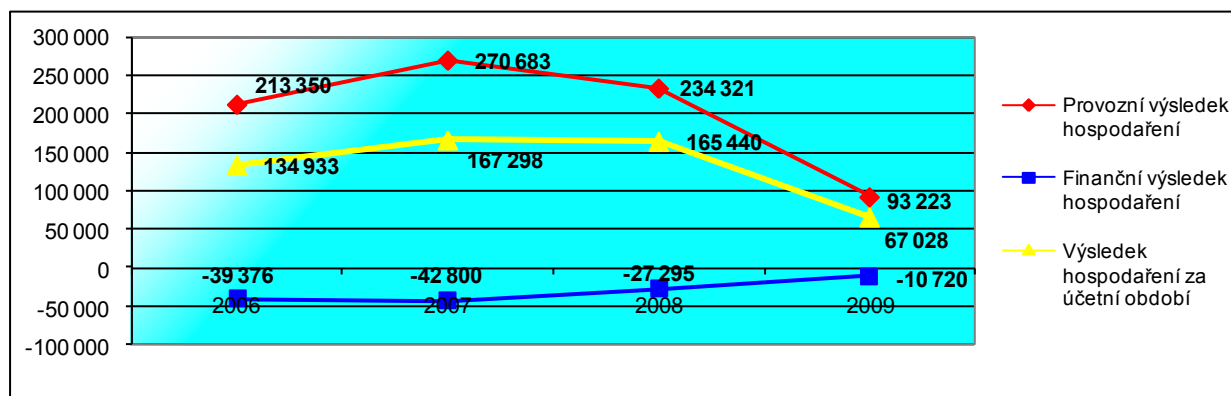
V této kapitole je stručně popsána hospodářská situace společnosti Fatra v analyzovaném období pomocí ukazatelů poměrové analýzy. Z oblastí rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity jsou vybrány hlavní ukazatele a popsán jejich vývoj v letech 2006 až 2009. Vzorce pro výpočet ukazatelů jsou uvedeny v tabulkách níže a hodnoty potřebné pro výpočet ukazatelů vychází z finančních účetních výkazů společnosti Fatra, které jsou součástí příloh 1 a 2.

#### Analýza ukazatelů rentability

Ukazatele rentability jsou měřítkem efektivnosti využívání zdrojů společnosti a slouží k hodnocení celkové úspěšnosti činnosti podniku. Vypočítají se jako poměr výsledného efektu dosaženého podnikatelskou činností (vyjádřen dosaženým ziskem) k určitému druhu vloženého kapitálu či tržbám, nákladům.

Nejdříve se podíváme na samotný **vývoj zisku** společnosti Fatra, viz graf 3.1. Provozní výsledek hospodaření v analyzované období nejprve rostl, z 213 350 tis. Kč v roce 2006 na 270 683 tis. Kč v roce 2007. Růst nastal díky vyšším tržbám společnosti jak z prodeje výrobků a zboží, tak z prodeje dlouhodobého majetku. Naopak v tomto roce nastala vyšší ztráta ve výsledku hospodaření z finanční činnosti ve výši -42 800 tis. Kč, z důvodu vyšších ztrát z operací s finančními deriváty, proto konečný růst výsledku hospodaření za účetní období není tak významný. Provozní výsledek hospodaření vzrostl o 27 %, avšak výsledek hospodaření jen o 24 %.

Graf 3.1 - Vývoj výsledku hospodaření v analyzovaném období 2006 – 2009 (v tis. Kč)



<sup>27</sup> CZ-NACE 22, s.118, z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>.

V následujících letech výrazně poklesly tržby společnosti, z roku 2007 na rok 2008 o 16 % a z roku 2008 na 2009 o dalších 29 %. Bylo to způsobeno celosvětovou hospodářskou krizí, která se projevila v poklesu poptávky po výrobcích společnosti Fatra, zejména po výrobcích, které Fatra dodává do stavebního a automobilového průmyslu. Výsledek hospodaření za účetní období však v roce 2008 poklesl mírně, jen o 1,1 %, z 167 298 tis. Kč v roce 2007 na 165 440 tis. Kč v roce 2008. Bylo to zejména díky významným tržbám z prodeje dlouhodobého majetku v roce 2008, který Fatra prodávala v rámci restrukturalizačního procesu.

Za rok 2009 výsledek hospodaření za účetní období poklesl o 56 % až na 67 028 tis. Kč. Pokles byl tak výrazný kvůli pokračující a prohlubující se hospodářské krizi a dále proto, že již společnost ukončila restrukturalizaci a tržby z prodeje majetku jsou minimální oproti předcházejícím létům.

V tabulce 3.4 jsou uvedeny hodnoty ukazatelů rentability za společnost Fatra za analyzované období let 2006 – 2009.

*Tabulka 3.4 - Hodnoty ukazatelů rentability za sledované období 2006 – 2009 (v tis. Kč.)*

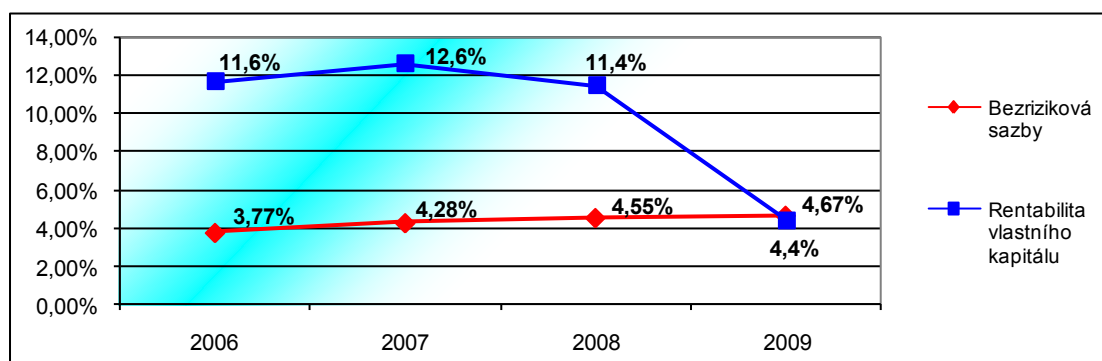
Ukazatel/Položka	Vzorec	2006	2007	2008	2009
Celková aktiva	-	2 366 731	2 291 594	2 399 557	2 066 928
Vlastní kapitál	-	1 161 522	1 328 823	1 450 110	1 515 873
EBIT	-	207 240	261 528	236 783	147 493
EAT	-	134 933	167 298	165 440	67 028
Tržby	-	3 259 226	3 608 612	3 025 433	2 159 115
<b>ROA</b>	EBIT/celková aktiva	8,8%	11,4%	9,9%	7,1%
<b>ROE</b>	EAT/vlastní kapitál	11,6%	12,6%	11,4%	4,4%
<b>ROS</b>	EBIT/tržby	6,4%	7,2%	7,8%	6,8%

Základním ukazatelem rentability je **rentabilita aktiv (ROA)**, která dává do poměru zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání. Z roku 2006 na rok 2007 můžeme vidět nárůst *ROA* o 2,6 % z 8,8 % na 11,4 %. Růst byl způsoben díky růstu zisku a zároveň poklesu celkových aktiv, konkrétně dlouhodobých hmotných aktiv. V následujících letech nastal pokles rentability, z důvodu dopadů hospodářské krize na společnost Fatra. V roce 2009 *EBIT* společnosti poklesl o 60 %, zároveň však poklesly i celková aktiva, ty o 14 %. Tím ukazatel *ROA* neklesl tak výrazně a snížení efektivity společnosti bylo lehce zmírněno. Snížit objem investovaných aktiv se společnosti povedlo díky řízení zásob a řízení pohledávek, jejichž objem významně poklesl.

Dalším důležitým ukazatelem je **rentabilita vlastního kapitálu (ROE)**, která vyjadřuje míru zhodnocení vlastních vložených prostředků do podnikatelské činnosti a o tento

ukazatel se zajímají zejména akcionáři, společníci a jiní investoři. Požadují, aby jim vložený kapitál přinášel vyšší úrok, než jaký by získali z ostatních běžných investic, jako investování do obligací, termínovaných vkladů či majetkových papírů. Obecnou hranicí *ROE*, kterou minimálně investoři požadují, je výnosnost cenných papírů garantovaných státem (pokladniční poukázky, státní obligace), tzv. úroková míra bezrizikových cenných papírů. Srovnání *ROE* společnosti Fatra a bezrizikové sazby zobrazuje graf 3.2. V prvních třech analyzovaných letech, je *ROE* vysoko nad minimální hranicí. V roce 2009 však *ROE* nepřináší ani takový efekt jako bezrizikové investice do státních dluhopisů.

Graf 3.2 – Srovnání *ROE* společnosti Fatra s bezrizikovou sazbou v analyzovaném období 2006 – 2009



Posledním vybraným ukazatelem je **rentabilita tržeb** (*ROS*), který vypovídá o tom, kolik zisku dokáže podnik vyprodukovat každou 1 korunou tržeb. To že vidíme růst ukazatele v roce 2007 a 2008 není dáno tím, že by společnost například více spořila náklady a tedy zvýšila zisk oproti tržbám. Je to způsobeno tím, že společnost v těchto letech významně prodávala hmotný majetek. Naopak pokles v roce 2009 nastal, jelikož prodeje majetku nenastaly a také bylo rozpuštěno či zrušeno mnohem méně rezerv než v předchozích dvou letech. Společnost tedy v roce 2009 z 1 koruny tržeb vyprodukovala 6,8 haléřů zisku.

### Analýza ukazatelů zadluženosti

Pomocí ukazatelů zadluženosti hodnotíme finanční stabilitu podniku, poměr mezi vlastními a cizími zdroji financování. **Celková zadluženost** Fatry, tedy míra využívání cizích zdrojů k financování aktivit společnosti, v analyzovaném období klesá, jak můžeme vidět v tabulce 3.5, z 50,5 % v roce 2006 až na 26,6 % v roce 2009. Čím nižší je zadluženost, tím společnost podstupuje nižší riziko, a proto tedy pokles zadluženosti můžeme hodnotit jako příznivou situaci. Avšak na druhé straně financování z vlastních zdrojů nese vyšší náklady kapitálu, oproti financování cizím kapitálem. Důvodem je daňová uznatelnost úrokových nákladů, které vznikají při využívání cizích zdrojů. V analyzovaném období se Fatra snaží

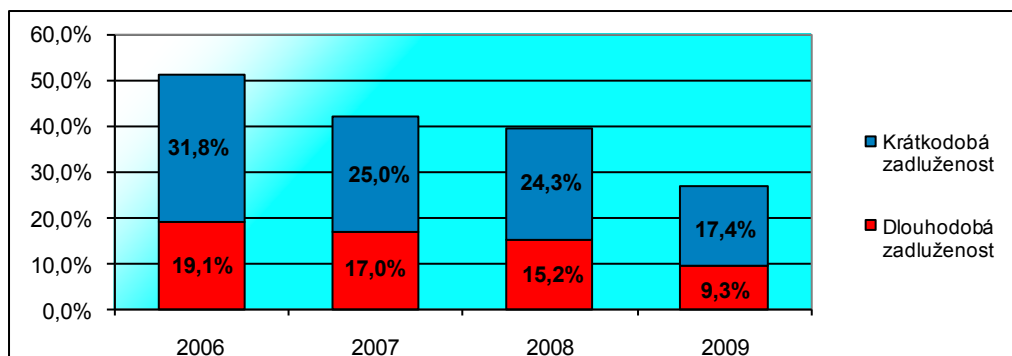
snížovat zapojení cizích zdrojů do financování podniku. V době snížené poptávky po výrobcích společnosti Fatra v roce 2008 a 2009 v důsledku finanční krize byl krok snahy o snížení zadluženosti rozumný, i přes sníženou užitelnost úrokových nákladů. Společnosti tak nehrozilo riziko neschopnosti splácet cizí zdroje, především bankovní úvěry.

Tabulka 3.5 - Hodnoty ukazatelů zadluženosti a finanční struktury za sledované období 2006 – 2009 (v tis. Kč.)

Položka/Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
Celková aktiva	-	2 366 731	2 291 594	2 399 557	2 066 928
Cizí kapitál	-	1 205 205	961 550	949 196	550 804
Dlouhodobý cizí kapitál	-	452 481	388 671	365 079	191 948
Krátkodobý cizí kapitál	-	752 724	572 879	584 117	358 856
Dlouhodobý majetek	-	1 223 671	1 135 076	1 349 270	1 343 576
<b>Celková zadluženost</b>	cizí kapitál/celková aktiva	<b>50,9%</b>	<b>42,0%</b>	<b>39,6%</b>	<b>26,6%</b>
<b>Dlouhodobá zadluženost</b>	dlouhodobý cizí kapitál/celková aktiva	<b>19,1%</b>	<b>17,0%</b>	<b>15,2%</b>	<b>9,3%</b>
<b>Krátkodobá zadluženost</b>	krátkodobý cizí kapitál/celková aktiva	<b>31,8%</b>	<b>25,0%</b>	<b>24,3%</b>	<b>17,4%</b>
<b>Zadluženost vlastního kapitálu</b>	cizí kapitál/vlastní kapitál	<b>103,8%</b>	<b>72,4%</b>	<b>65,5%</b>	<b>36,3%</b>
<b>Dlouhodobé krytí stálých aktiv</b>	(vl.kapitál+dlou. cizí kapitál)/dlou.majetek	<b>151,3%</b>	<b>151,3%</b>	<b>134,5%</b>	<b>127,1%</b>

**Dlouhodobá zadluženost** je po celé analyzované období nižší než **krátkodobá zadluženost**, jak můžeme vidět v grafu 3.3. S krátkodobou zadlužeností se pojí nižší rizika, což znamená, že struktura cizích zdrojů společnosti Fatra je příznivá. Pokles jak dlouhodobé, tak krátkodobé zadluženosti je způsoben hlavně díky snížení objemů bankovních úvěrů.

Graf 3.3 - Vývoj dlouhodobé a krátkodobé zadluženosti v analyzovaném období 2006 – 2009



Hodnoty ukazatele **zadluženost vlastního kapitálu** by se dle doporučení měly pohybovat mezi 80 – 120 %<sup>28</sup>. Společnost se v doporučených hodnotách pohybuje jen v roce 2006, kdy dosahoval ukazatel hodnoty 103,8 %. V ostatních sledovaných letech je ukazatel mnohem nižší, zejména v roce 2009, kdy ukazatel dosahuje jen 36,3 %. Je to způsobeno krizovou strategií společnosti, jejímž jedním z bodů bylo snížení objemu bankovních úvěrů a tím i nákladů společnosti.

<sup>28</sup> Dluhošová D.: Finanční řízení a rozhodování podniku (2006), s. 75.

Ukazatel **dlouhodobé krytí stálých aktiv** informuje o tom, do jaké míry jsou dlouhodobá aktiva financována dlouhodobých kapitálem, do kterého se řadí vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje. Optimální situací je, když jsou dlouhodobá aktiva krytá ze 100 % dlouhodobými zdroji. U společnosti Fatra je krytí vyšší než 100 % po celé analyzované období, což vypovídá o finanční stabilitě podniku. Na druhou stranu to může indikovat, že společnost je překapitalizovaná, a to působí na snižování efektivnosti podnikání. Společnost Fatra snížila tento ukazatel z 151,3 % v roce 2006 na 127,1 % v roce 2009. Společnost se v analyzovaném období zaměřovala jak na dlouhodobá aktiva a optimalizaci jejich výše prostřednictvím restrukturalizace, tak na snižování dlouhodobých zdrojů, respektive dlouhodobých bankovních úvěrů. Snižování ukazatele vypovídá o zvýšení efektivnosti podnikání v analyzovaném období.

### Analýza ukazatelů likvidity

Důležitou oblastí finanční analýzy je také hodnocení likvidity společnosti. Podstatou je zjistit, zda je podnik schopen včas a v požadované výši splácet své závazky. Hodnoty ukazatelů za společnost Fatra zobrazuje tabulka 3.6. Prvním z ukazatelů likvidity je **běžná likvidita**, která vypovídá o tom, kolikrát pokryjí oběžná aktiva podnikové závazky. Hodnocení likvidity se provádí pomocí srovnání hodnoty ukazatele za podnik s doporučenými hodnotami, které se pro běžnou likviditu pohybují v intervalu 1,5 – 2,5<sup>29</sup>. V grafu 3.4 vidíme, že hodnoty běžné likvidity společnosti Fatra se po celé analyzované období pohybují v doporučeném pásmu, k tomu vidíme narůst likvidity z 1,79 v roce 2008 na 2,01 v roce 2009, což je pozitivní pro finanční stabilitu podniku. Ukazatel běžné likvidity má svá omezení, a to že nezohledňuje strukturu oběžných aktiv z hlediska jejich likvidnosti a strukturu krátkodobých závazků z hlediska jejich doby splatnosti.

Tabulka 3.6 - Hodnoty ukazatelů likvidity za sledované období 2006 – 2009 (v tis. Kč.)

Položka/Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
Oběžná aktiva	-	1 135 439	1 151 623	1 045 163	720 235
Zásoby	-	448 862	506 317	470 015	352 241
Peněžní prostředky	-	48 142	60 483	83 516	39 501
Krátkodobý cizí kapitál	-	752 724	572 879	584 117	358 856
<b>Běžná likvidita</b>	oběžná aktiva/krátkodobý cizí kapitál	<b>1,51</b>	<b>2,01</b>	<b>1,79</b>	<b>2,01</b>
<b>Pohotovlá likvidita</b>	(oběžná aktiva-zásoby)/krátkodobý cizí kapitál	<b>0,91</b>	<b>1,13</b>	<b>0,98</b>	<b>1,03</b>
<b>Okamžitá likvidita</b>	peněžní prostředky/krátkodobý cizí kapitál	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,14</b>	<b>0,11</b>

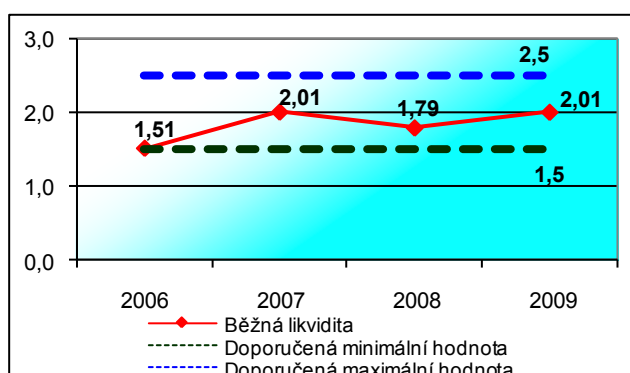
Přesnějším ukazatelem je ukazatel pohotovosti likvidity, který z oběžných aktiv vylučuje zásoby, z důvodu problematické přeměnitelnosti zásob na peněžní prostředky. Doporučované

<sup>29</sup> Dluhošová D.: Finanční řízení a rozhodování podniku (2006), s. 79.

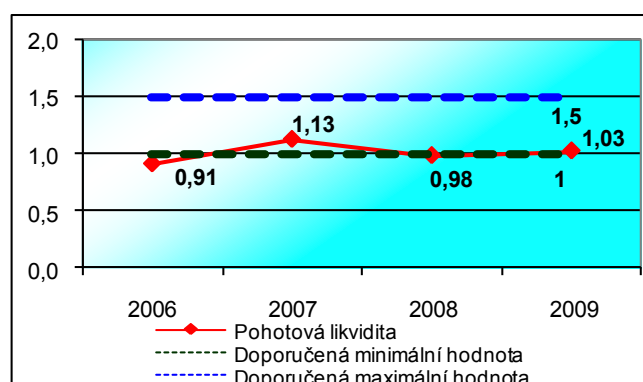


hodnoty pro tento ukazatel se pohybují v rozmezí 1,0 – 1,5<sup>30</sup>. Pohotová likvidita společnosti Fatra má kolísavý charakter. Dle grafu 3.5 vidíme, že hodnoty se pohybují na spodní hranici pásma, v roce 2006 s hodnotou 0,91 a v roce 2008 s hodnotou 0,98, je likvidita dokonce pod hranicí. Jelikož se běžná likvidita pohybovala v doporučených hodnotách a pohotová je již na hranici, vypovídá to o tom, že společnost disponuje s relativně vysokými zásobami. Držení vyššího objemu zásob představuje pro společnost jednak neefektivitu jednak riziko platební neschopnosti. Proto by se společnost měla zaměřit na řízení zásob a snažit se o snížení jejich výše.

Graf 3.5 - Vývoj běžné likvidity v analyzovaném období 2006 – 2009



Graf 3.4 - Vývoj pohotové likvidity v analyzovaném období 2006 - 2009



**Okamžitá likvidita** by měla být vyšší než 0,2<sup>31</sup>. Společnost tuto podmínku v ani jednom z analyzovaných let nesplňuje a pohybuje se zaokrouhleně okolo hodnoty 0,1. Vzhledem k tomu, že údaje jsou brány k poslednímu dni účetního období, kdy obecně se podniky snaží splatit své závazky v co nejvyšší míře, nelze jednoznačně říct, že míra okamžité likvidity je nízká.

## Analýza ukazatelů aktivity

Ukazatele aktivity vypovídají o vázanosti kapitálu v různých formách majetku a schopnosti společnosti tento vložený kapitál využít a přeměnit v tržby. **Obrat celkových aktiv** společnosti Fatra má v analyzovaném období kolísavý charakter, viz tabulka 3.7. V roce 2007 nastal nárůst ze 1,3 v roce 2006 na 1,7 obrátek za rok. Zvýšení rychlosti obrátu aktiv nastalo díky růstu tržeb a zároveň poklesu aktiv společnosti. V roce 2008 a 2009 poklesl ukazatel až na 1 obrátku za rok, což není pozitivní pro efektivnost společnosti. Pokles je způsoben zejména poklesem tržeb v důsledku hospodářské krize. Obecně jsou hodnoty celkové aktivity relativně nízké. O struktuře aktiv společnosti Fatra to vypovídá, že je tvořena

<sup>30</sup> Dluhošová D.: Finanční řízení a rozhodování podniku (2006), s. 80.

<sup>31</sup> Kislingerová, E.: Manažerské finance (2007), s. 90.

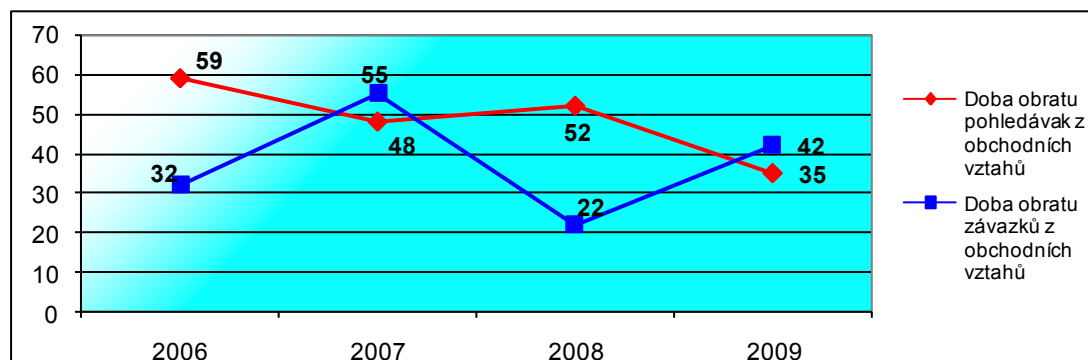
z větší míry dlouhodobými aktivy. V roce 2009 představují dlouhodobá aktiva 65 % celkových aktiv. Vyšší míra dlouhodobých aktiv než oběžných je opodstatněná, jelikož se jedná o výrobní podnik, kde jsou nároky na majetkovou vybavenost vyšší než např. u obchodních společností.

Tabulka 3.7 - Hodnoty ukazatelů aktivity za sledované období 2006 – 2009 (v tis. Kč.)

Položka/Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
Celková aktiva	-	2 366 731	2 291 594	2 399 557	2 066 928
Tržby	-	3 259 226	3 608 612	3 025 433	2 159 115
Pohledávky z obchodních vztahů	-	504 203	505 484	445 464	302 823
Závazky z obchodních vztahů	-	272 787	268 714	209 877	178 318
<b>Obrát celkových aktiv [počet obrátů/rok]</b>	tržby/celková aktiva	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>
<b>Doba obratu pohledávek z obchod. vztahů [dny]</b>	pohledávky z obchodních vztahů * 360/tržby	<b>59</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>35</b>
<b>Doba obratu závazků z obchod. vztahů [dny]</b>	závazky z obchodních vztahů * 360/tržby	<b>32</b>	<b>55</b>	<b>22</b>	<b>42</b>

Dále je zhodnoceno pravidlo solventnosti společnosti, které se týká platební schopnosti. Toto pravidlo zhodnotíme pomocí srovnání dvou ukazatelů a to **dooby obratu pohledávek a dooby obratu závazků**. Vyšší vypovídací schopnosti dosáhneme, když počítáme pouze s pohledávkami a závazky z obchodních vztahů. Společnost správně řídí pohledávky a závazky v případě, že doba obratu pohledávek je kratší než doba obratu závazků. V grafu 3.6 vidíme, že pravidlo solventnosti společnost Fatra splňuje jen v letech 2007 a 2009. Jeden z cílů krizové strategie pro rok 2009 společnosti Fatra bylo řízení pohledávek, snížení jejich výše adekvátně k velikosti tržeb. Společnosti se podařilo dobu obratu pohledávek výrazně zkrátit z 52 dnů v roce 2008 na 35 dnů v roce 2009, což je pozitivní pro platební schopnost společnosti.

Graf 3.6 - Vývoj doby obratu pohledávek a závazků z obchodních vztahů v analyzovaném období 2006 - 2009



## 3.2 Hodnocení výkonnosti pomocí ekonomické přidané hodnoty

V této kapitole jsou provedeny úpravy rozvahy a výkazu zisku a ztráty potřebné pro výpočet ukazatele *EVA*. Následuje výpočet nákladů kapitálu a samotný propočet ukazatele *EVA* za analyzované období 2006 až 2009. Na ukazatel *EVA* je dále aplikovaná funkcionální metoda rozkladu a zhodnoceny vlivy dílčích ukazatelů na tento vrcholový ukazatel. V této kapitole se vychází z hodnot z výkazů, viz přílohy 1 až 3 a z příloh k účetním závěrkám.

### 3.2.1 Úpravy rozvahy ke stanovení *NOA*

V rozvaze jsou nutné úpravy jak na straně aktiv, tak na straně pasiv. Vychází to z logiky zachování rovnosti mezi aktivy a pasivy. Upravená aktiva budou představovat *NOA* neboli čistá operativní aktiva a upravená pasiva investovaný kapitál *C*, jak již bylo vysvětleno v kapitole 2.2. Kontrolou správnosti provedených úprav rozvahy pro nás bude rovnost *NOA* a *C*. V následující části jsou postupně aplikované úpravy účetních dat popsány v kapitole 2.3.1.

#### 3.2.1.1 Vyloučení neoperativních aktiv

##### Krátkodobý finanční majetek

Krátkodobý finanční majetek společnosti Fatra obsahuje pouze peněžní prostředky. Fatra nevyužívá pro své přebytky finančních prostředků ani pro jiné účely krátkodobé cenné papíry, čili úprava o tuto položku není relevantní. Peněžní prostředky jsou považovány za provozně nutné a zařazují se tedy do *NOA*, avšak je třeba posoudit jejich výši a popřípadě jejich výši pro výpočet *EVA* upravit respektive snížit. Posouzení výše peněžních prostředků se provádí na základě výpočtu ukazatele okamžité likvidity a srovnání hodnot za analyzovaný podnik s obecně doporučenou hodnotou 0,2<sup>32</sup>. Ukazatel vypočítáme jako podíl peněžních prostředků, a to jak peněz v hotovosti tak na účtech v bankách, a krátkodobého cizího kapitálu, do kterého zahrneme krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry, jak je uvedeno v kapitole 3.1.3. V následující tabulce 3.8 jsou vypočítány hodnoty okamžité likvidity za společnost Fatra a můžeme vidět, že hodnoty ukazatele jsou nižší než 0,2. Peněžní prostředky budou do *NOA* zahrnuty v celé výši a není tedy zde potřebná žádná úprava.

---

<sup>32</sup> Kislingerová, E.: Manažerské finance (2007), s. 90.

Tabulka 3.8 - Výpočet okamžité likvidity (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Peníze a účty v bankách	48 142	60 483	83 516	39 501
Krátkodobý cizí kapitál	752 724	572 879	584 117	358 856
<b>Okamžitá likvidita</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,14</b>	<b>0,11</b>

## Dlouhodobý finanční majetek

Tato položka rozvahy je tvořena jen podíly v ovládaných a řízených osobách. Podíl ve výši 100 % má Fatra ve společnosti Energetika Chropyně, a.s. a pak podíl 99 % v obchodní společnosti Fatra s.r.o. se sídlem v Moskvě, která byla založena až v listopadu roku 2009. Do roku 2008 měla společnost Fatra ještě majetkovou účast na společnosti FATRA-HIF, s.r.o., u níž byla v tomto roce dokončena likvidace. Rozhodnutí zda zahrnout tyto položky do *NOA* či ne se odvíjí od účelů těchto finančních investic. Všechny tyto finanční investice souvisí s hlavní činností analyzovaného podniku, proto jsou do *NOA* zahrnuty v celkové výši. Blíže je popsána propojenost jen se společností Energetika Chropyně, a.s., jelikož z hlediska objemu se podílí nejvíce na dlouhodobém finančním majetku, jak je uvedeno v tabulce 3.9. V roce 2009 dále Fatra účtovala o pořízeném finančním majetku ve výši 60 tis. Kč, pro účely *EVA* by tato položka měla být odečtena z *NOA*, avšak jedná se o nevýznamnou částku z hlediska objemu celkových aktiv, proto o tuto položku nebudou *NOA* upravena.

Tabulka 3.9 - Struktura dlouhodobého finančního majetku (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Celkem podíly v ovládaných a řízených osobách	80 065	31 597	31 148	31 207
- z toho Energetika Chropyně, a.s.	79 616	31 148	31 148	31 148

Společnost Fatra je tedy jediným akcionářem společnosti Energetika Chropyně, a.s. a navzájem si zajišťují řadu činností. Například Energetika Chropyně, a.s. prodává společnosti Fatra teplo, elektrickou energii, zemní plyn, služby pro vodohospodářské zařízení, dodává materiál či pronajímá prostory. Všechny tyto služby jsou pro Fatru potřebné k její hlavní činnosti a proto tedy finanční investice do společnosti Energetika Chropyně, a.s. se řadí do operativních aktiv a jsou obsaženy v *NOA*.

## Nedokončené investice

Nedokončené investice je zapotřebí z *NOA* vyloučit a to proto, že v letech, ve kterých se o investici účtuje, ještě není investice aktivována. Znamená to, že není tedy v provozu využívána a nepodílí se na tvorbě operativního výsledku hospodaření. Tím, že snížíme bilanční sumu na straně aktiv o nedokončené investice, musíme snížit bilanční sumu i na

straně pasiv o stejnou částku a to pomocí položky ekvivalenty vlastního kapitálu. Celkové nedokončené investice jsou vyčísleny v tabulce 3.10. Investice Fatry jsou tvořeny zejména investicemi do hmotného majetku a odvíjí se od dlouhodobého průzkumu trhu. Nejvýznamnější investice byla zahájena v roce 2008 a dokončena až v roce 2009, a to zakoupení nové linky na výrobu hydroizolačních folií a výstavba technologického centra na převíjení a balení těchto folií. Další investiční akce zahájena v roce 2007 se týkala zvýšení efektivity technologií pro segment tzv. Speciálních produktů, které Fatra vyrábí pro společnost IKEA. V analyzovaných letech lze pozorovat tomu odpovídající růst tržeb v této oblasti, jak bylo uvedeno v tabulce 3.1. V průběhu analyzovaných let byla provedena řada investic do modernizace a současně zvýšení kapacity výrobního systému. V druhé polovině roku 2009 byla také zahájena větší investice do nehmotného majetku, konkrétně se jedná o implementaci nového informačního systému, jež byla ukončena až v průběhu roku 2010.

Tabulka 3.10 - Nedokončené investice (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	65	65	56	497
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	193 057	39 139	105 286	117 572
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	6 415	48 855	174 572	164 973
<b>Nedokončené hmotné a nehmotné investice</b>	<b>199 537</b>	<b>88 059</b>	<b>279 914</b>	<b>283 042</b>

## Jiná aktiva nepotřebná k hlavní činnosti

Jak již bylo uvedeno v teoretické části, mezi takováto aktiva se řadí zejména pronajatý či nepotřebný majetek. Fatra pronajímá majetek pouze společnosti Energetika Chropyně, a.s. Již bylo vysvětleno propojení těchto dvou společností a vztah k hlavní činnosti společnosti Fatra. Tato pronajatá aktiva se tedy z bilanční sumy nevylučují. Veškerý nepotřebný majetek i zásoby jsou v souladu s restrukturalizační strategií společnosti Fatra prováděnou v analyzovaném období efektivně prodávány.

### 3.2.1.2 Operativní aktiva nezahrnuta v rozvaze

#### Finanční leasing

Společnost Fatra využívala finanční leasing pouze v letech 2006 až 2008, jak je uvedeno v tabulce 3.11 Náročnost výpočtu, jakou část splátek zahrnout v daný rok do aktiv a zároveň, jakou část do cizích zdrojů, dále očištění nákladových úroků ve výkazu zisku a ztráty o leasingové splátky, je velice vysoká. Vzhledem k nízkému procentu (ani ne 1 %), jaké tvoří leasingové splátky na dlouhodobém majetku je od úprav abstrahováno a není provedeno zařazení aktiv pořízených na finanční leasing do NOA.

Tabulka 3.11 - Leasingové splátky ze současných smluv o finančním leasingu (v tis. Kč)

	2006	2007	2008
Splacené splátky	2 754	1 003	107
Splátky splatné do jednoho roku	491	107	0
Splátky splatné později	107	0	0
<b>Celková výše splátek splacených i splatných ze současných</b>	<b>3 352</b>	<b>1 110</b>	<b>107</b>
<b>Celkem dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>1 138 948</b>	<b>1 099 876</b>	<b>1 316 071</b>
<b>Procentní podíl leasingů na DHM</b>	<b>0,29%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,01%</b>

## Ekvivalenty vlastního kapitálu

Tato položka je zahrnuta do vlastního kapitálu na straně pasiv rozvahy. Vzniká z logiky, že každá změna na straně aktiv vyvolává změnu na straně pasiv a to z důvodu, aby došlo k vyrovnání bilančních sum. K účelu vyrovnání využíváme položku ekvivalenty vlastního kapitálu. Nejčastější položky promítající se do ekvivalentů vlastního kapitálu jsou rozdíly oproti ocenění aktiv vykázaných v účetnictví a ocenění z pohledu vlastníka.

Rozdíl mezi skutečnou a vykázanou hodnotou vzniká u **pohledávek**. Hodnota pohledávek je snižována pomocí opravné položky k pohledávkám, kterou společnost Fatra tvoří k pochybným pohledávkám. Opravnou položku Fatra tvoří na základě věkové struktury pohledávek po splatnosti a individuálního posouzení bonity dlužníků. Tvorba na základě věkové struktury znamená, že je opravná položka vytvořena ke všem pohledávkám př. nad 180 dní po splatnosti ve výši 50 % a nad 360 dní po splatnosti ve výši 100 %. Pomocí této metody může být tedy opravná položka vytvořena i k pohledávkám, které v budoucnu mohou být ještě splaceny. Proto zde ještě není pohledávka odepsána, ale je k ní vytvořena jen opravná položka, která se vyznačuje tím, že nemá trvalý charakter. Opravná položka k pohledávkám je vyčíslena v tabulce 3.12 spolu s opravnou položkou k zásobám a k dlouhodobému hmotnému majetku. Všechny tři položky je nutné opět přičíst aktivům a tedy zahrnout do *NOA*, zároveň jsou položky přičtené do ekvivalentů vlastního kapitálu na straně pasiv. Přičteny jsou zejména proto, že tyto položky nemají trvalý charakter.

Tabulka 3.12 – Tvorba opravných položek (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Opravná položka k zásobám	61 363	51 865	61 845	58 819
Opravná položka k pohledávkám	96 637	34 477	21 696	26 207
Opravné položky k DHM	72 600	69 011	20 893	19 994
<b>Celkem opravné položky</b>	<b>230 600</b>	<b>155 353</b>	<b>104 434</b>	<b>105 020</b>

U **zásob** je tvořena opravná položka na základě obrátkovosti zásob a tedy vyčíslení pomalu obrátkových a zastaralých zásob. Opravná položka k hotovým výrobkům se tvoří v případě, že pořizovací cena hotových výrobků je nižší než prodejní cena k datu účetní

závěrky. Takovéto přecenění pro výpočet ukazatele *EVA* by vylo správné, zde však opravnou položku k zásobám opět přičteme z důvodu toho, že nemá trvalý charakter a jedná se tedy pouze o zkreslení účetních výkazů.

Další rozdíly v ocenění mohou vznikat u **dlouhodobého hmotného majetku**. Fatra tvořila v analyzovaném období opravné položky k dlouhodobému hmotnému majetku, z důvodu, že odhadovaná částka, kterou by Fatra mohla za prodej majetku získat, nedosahovala zůstatkové hodnotě tohoto majetku. Toto snížení ocenění majetku v účetnictví však není trvalého charakteru (pak by se účtoval odpis). Opět tedy z důvodu dočasného (netrvalého) charakteru je opravná položka k *NOA* přičtena. K *NOA* se však zpět nepřičítá trvalé snížení hodnoty majetku, které bylo provedeno pomocí položky v rozvaze „Oceňovací rozdíl k nabytému majetku“.

Při aplikaci metody *EVA* by bylo nejpřesnější, kdyby veškerý majetek byl oceněn tržními cenami. Pro takovéto ocenění však nemáme dostupné informace. Předpokládáme však, že ocenění majetku v rozvaze by se mělo blížit tržním cenám a to díky účetním odpisům, které by měly co nejpřesněji vyjádřit opotřebení majetku a vést tak k reálnému vykazování hodnoty.

### **Aktivace majetku s dlouhodobými předpokládanými účinky**

Jednoznačně dlouhodobé účinky z činností, které provádí Fatra a neprojevují se v rozvaze, je **výzkum a vývoj**. Veškeré náklady na výzkum a vývoj Fatra účtuje přímo do nákladů do výkazu zisku a ztráty. Tyto náklady je zapotřebí z VZZ odečíst, aktivovat je do rozvahy pro účely *EVA* a postupně odepisovat, odpisy pak započítat jako náklad při úpravách výsledku hospodaření na *NOPAT*. Výzkum a vývoj společnosti Fatra se zaměřuje zejména na vývoj technologických postupů v návaznosti na přípravu a realizaci investic a na technické průzkumy a inovace výrobního sortimentu v segmentech, které považuje za perspektivní. V roce 2008 a 2009 v souvislosti se snahou o úsporu nákladů bylo klíčovým projektem výzkumu a vývoje snižování materiálových nákladů. V tabulce 3.13 jsou uvedeny náklady na výzkum a vývoj uskutečněné v jednotlivých letech. Dále je zde propočet odpisů a uvedeno o jakou část je potřeba upravit *NOA* a *NOPAT*. Odpisovou skupinu nelze určit přesně, a proto tedy pro účel výpočtu *EVA* byla stanovena jednotná doba odepisování 5 let. Výzkum a vývoj byl ve společnosti zahájen již v roce 2005, do propočtu jsou tedy zahrnuty náklady i z tohoto roku, avšak úpravy *NOA* a *NOPAT* se týkají až hodnoty roku 2006 až 2009.

Tabulka 3.13 - Aktivace výzkumu a vývoj (v tis. Kč)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Roční náklady</b>	<b>26 252</b>	<b>25 209</b>	<b>14 877</b>	<b>13 747</b>	<b>13 379</b>
Odpisy - náklad r. 2005	5 250	5 250	5 250	5 250	5 250
Odpisy - náklad r. 2006		5 042	5 042	5 042	5 042
Odpisy - náklad r. 2007			2 975	2 975	2 975
Odpisy - náklad r. 2008				2 749	2 749
Odpisy - náklad r. 2009					2 676
<b>Odpisy celkem</b>	<b>5 250</b>	<b>10 292</b>	<b>13 268</b>	<b>16 017</b>	<b>18 693</b>
Náklady kumulovaně ("pořizovací hodnota")	26 252	51 461	66 338	80 085	93 464
Odpisy kumulovaně ("oprávky")	5 250	15 543	23 560	29 285	34 710
<b>Úprava NOA_Aktivované náklady *</b>	<b>21 002</b>	<b>35 918</b>	<b>42 778</b>	<b>50 800</b>	<b>58 754</b>
<b>Úprava NOPAT °</b>	<b>21 002</b>	<b>14 917</b>	<b>1 609</b>	<b>-2 270</b>	<b>-5 314</b>

\* "pořizovací hodnota" - "oprávky", ° roční náklady - odpisy celkem

V teorii je dále zmínka o tom, že **náklady na restrukturalizaci** by měly být také aktivovány do rozvahy a pak postupně pomocí odpisů zahrnovány do nákladů. Ve společnosti Fatra probíhal restrukturalizační proces v letech 2006 až 2008, jehož cílem bylo posílení konkurenceschopnosti, zvýšení produktivity práce, snaha o optimalizaci výrobních aktivit a odbourání nadbytečných obslužných činností. Společnost v rámci tohoto procesu prodávala části výrob a nepotřebný majetek, snižovala počty zaměstnanců, se snahou o zvýšení výrobní efektivity modernizovala, technicky zhodnocovala majetek či pořizovala nový. Činnosti jako prodej či pořízení nového majetku jsou ve výkazech zachyceny a *NOA* či *NOPAT* jsou o ně očištěny. Konkrétně se jedná o položky nedokončených investic či tržby z prodeje dlouhodobého majetku. Náklady související s restrukturalizací jako například mzdové náklady pracovníků zodpovědných za vedení restrukturalizace nebo odstupné za zaměstnance, kteří v rámci restrukturalizačního procesu dostali výpověď, náklady související s organizačními změnami a veškeré další případné vzniklé náklady, nejsou dostupné, a proto se s nimi v diplomové práci nepočítá.

## Goodwill

Goodwill je v českém účetnictví rozdělen do dvou částí. První je položka goodwill v dlouhodobých nehmotných aktivech, o niž analyzovaná společnost neúčtuje. Druhou je položka oceňovací rozdíl k nabytému majetku, která je součástí dlouhodobého hmotného majetku. Pro účely výpočtu *EVA* je vhodná úprava zejména první položky, jelikož goodwill se v rozvaze odepisuje a při předpokladu dobře fungujícího podniku by se goodwill neměl snižovat. Společnosti Fatra vznikl záporný oceňovací rozdíl z přecenění majetku v roce 2006 při převzetí nepeněžitého vkladu při zvýšení základního kapitálu. Nepeněžitým vkladem byla část podniku mateřské společnosti Synthesia, a.s., konkrétně Aliachem a.s., odštěpný závod FATRA. Oceňovací rozdíl je trvalého charakteru, nepředpokládá se zvýšení hodnoty oceňovaného majetku, proto se k úpravě *NOA* o oprávky z oceňovacího rozdílu nepřistupuje.



## Rezervy

Zda zahrnout rezervy do *NOA* či ne a v jaké výši závisí na posouzení potřebnosti rezerv. Z *NOA* by se měly vyloučit rezervy, u nichž jejich výše není dostatečně prokazatelná, to znamená, že jsou vytvářeny na budoucí aktivity, které nejsou zcela jisté. V tomto případě hovoříme o tichých rezervách. Informace o tom, zda společnost vytváří tiché rezervy, a tím se snaží korigovat zisk společnosti, jsou velice diskrétní. V diplomové práci budeme předpokládat, že společnost tiché rezervy netvoří, a to na základě jednak jednoduché vlastní analýzy provedené níže a jednak na základě toho, že společnost podléhá povinnému auditu, kdy je této oblasti věnována zvláštní pozornost.

V tabulce 3.14 můžeme vidět strukturu rezerv v analyzovaném období. V roce 2006 až 2008 je tvorba rezerv téměř vyrovnaná, když odečteme rezervu na rekultivaci skládek a rezervu na výkonnostní bonus. Rezerva na výkonnostní bonus se obvykle odvíjí dle naplnění stanovených cílů, jako jsou dosažené tržby či *EBIT* a dále například dle osobního ohodnocení jednotlivých zaměstnanců. Pohyb rezervy na výkonnostní bonus odpovídá pohybu výsledků hospodaření před zdaněním společnosti Fatra, kdy z roku 2006 na 2007 rostl a následně v roce 2008 mírně klesl. Rezerva na rekultivaci skládek je správně tvořena jen v letech 2006 a 2007, jelikož v průběhu roku 2008 byla tato investice do životního prostředí ukončena.

V roce 2009 jsou rezervy tvořeny v mnohem nižší částce, zejména proto, že není tvořena rezerva na výkonnostní bonus. Ve společnosti mohlo dojít k rozhodnutí nevyplácení výkonnostních bonusů vzhledem k dopadům finanční krize a mnohem nižšímu výsledku hospodaření než v předcházejících letech nebo mohlo také dojít ke změně účetních postupů a nevyplácené bonusy mohou být účtovány v řádku rozvahy „Dohadné účty pasivní“.

Tabulka 3.14 – Struktura rezerv (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Rezervy zákonné	2 207	2 117	2 700	0
Rezervy na soudní spory	1 012	1 012	1 012	0
Rezervy na daň z převodu nemovitosti	635	202	232	0
Rezerva na nevybranou dovolenou	8 627	9 906	6 890	5 628
Rezerva na rekultivaci skládek	9 000	11 834	53	53
Rezerva na výkonnostní bonus	11 000	18 600	18 016	0
<b>Rezervy celkem</b>	<b>32 481</b>	<b>43 671</b>	<b>28 903</b>	<b>5 681</b>

Jak již bylo napsáno, pro účely diplomové práce budeme považovat výši rezerv za oprávněnou, a tedy nebudeme *NOA* o rezervy snižovat. Tím že rezervy v rozvaze pro výpočet *EVA* neupravujeme, musí se také změna stavu rezerv ponechat v *NOPAT*. Jelikož ve výkazu zisku a ztráty je jeden společný řádek pro změnu stavu rezerv, opravných položek

a komplexních nákladů příštích období, kdy tento řádek je zahrnut do úprav *NOPAT*, je třeba tuto položku upravit o změnu stavu rezerv, aby v *NOPAT* byla zahrnuta. Tato úprava je vyčíslena v kapitole 3.2.2.3.

Jediná úprava, která se týká rezerv, je **přemístění rezerv z cizích zdrojů do vlastních zdrojů**, do položky ekvivalenty vlastního kapitálu. Důvodem je to, že u rezerv nelze vyčíslit náklady na cizí zdroje v podobě úroků.

## Odložená daňová pohledávka a odložená daň

V teoretické části v kapitole 2.3.1.2, v podkapitole o odložené dani, je vysvětleno, že odložená daň vzniká z důvodů rozdílů mezi účetní a daňovou hodnotou aktiv nebo z důvodu časového nesouladu. Oba tyto případy se řadí mezi účetní postupy, které determinují skutečný výsledek operativní činnosti podniku, a proto se musí pro výpočet *EVA* odstranit.

*„Pomocí odložené daně je do aktuální účetní závěrky promítaná daň z příjmu, která bude placena (v nižší či vyšší výši) v období následujícím“<sup>33</sup>*. Odloženou daň je třeba přičíst k výsledku hospodaření, jelikož jak jsme si uvedli, na časový nesoulad nebo rozdíly mezi účetní a daňovou hodnotou aktiv se při výpočtu *EVA* nebere zřetel. Tato úprava je provedena v kapitole 3.2.2.

Úprava rozvahy se týká odložené daňové pohledávky a odloženého daňového závazku, ze kterého se odložená daň počítá. Společnost Fatra účtuje o odložené daňové pohledávce. Úprava je provedena tak, že se odložená daňová pohledávka z roku  $t_0$  přemístí jako pohledávka roku  $t_{t+1}$ . Jelikož tato pohledávka se váže až k následujícímu období. V tabulce 3.15 je vyčíslena upravená odložená daňová pohledávka a rozdíl mezi původní a upravenou musíme zahrnout do úprav na straně aktiv a také do úprav na straně pasiv do položky ekvivalenty vlastního kapitálu.

Tabulka 3.15 - Úprava odložené daňové pohledávky (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Odložená daňová pohledávka	125 549	64 967	32 943	17 410
Upravená odložená daňová pohledávka	0	125 549	64 967	32 943
<b>Rozdíl odložená daňová pohledávka</b>	<b>-125 549</b>	<b>60 582</b>	<b>32 024</b>	<b>15 533</b>

## Finanční deriváty

Společnost Fatra při své činnosti využívá dva typy finančních derivátů, jednak swapové deriváty zajišťující úrokovou míru již od roku 2006 a dále měnové forwardy od roku

<sup>33</sup> Autorský kolektiv: Účetnictví podnikatelů 2010 (2011), s. 380.

2008. Oba typy derivátů společnost využívá ke krytí svých rizik, tedy k zajištění, avšak pouze měnové forwardy splňují kritéria pro zajišťovací účetnictví. Zajišťovací činnost se neřadí mezi hlavní činnosti podniku, proto by měla být *NOA* a *NOPAT* o položky související s deriváty očištěna. Položky vztahující se k derivátům jsou:

- ve výkazu zisku a ztráty v ostatních finančních výnosech a nákladech (úprava vyčíslena v kapitole 3.2.2),
- v rozvaze v jiných závazcích, v jiných pohledávkách a jako oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků v kapitálových fondech ve vlastním kapitálu.

Pohledávky a závazky z finančních derivátů se účtují na podrozvahových účtech od okamžiku sjednání derivátů. V případě, že se k rozvahovému dni provádí přecenění derivátů na reálnou hodnotu, tak se přecenění projeví v rozvaze v pasivech na zmíněném řádku oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků a v jiných pohledávkách nebo závazcích. Fatra přeceňuje pouze měnové forwardy. Fatra neúčtuje o změně reálných hodnot úrokových swapů z důvodu její nevýznamnosti ve finančních výkazech.

Položky jiné pohledávky a jiné závazky se nevztahují celé jen k finančním derivátům, proto je nelze pro účel výpočtu *EVA* odečíst v plné výši. Pro přehlednost je výše jiných pohledávek a závazků uvedena v tabulce 3.16. Z přílohy k účetní závěrce lze pouze vyčíst výši oceňovacího rozdílu z přecenění měnových forwardů, která je zahrnuta v jiných závazcích a tvoří z nich podstatnou část. O tuto položku jiné závazky upravíme.

Tabulka 3.16 – Výše jiných pohledávek a jiných závazků (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Jiné pohledávky	297	286	218	297
Jiné závazky	15 068	0	50 393	50 024

Z přílohy k účetní závěrce jsme vyčetli kladnou a zápornou hodnotu měnových forwardů. Rozdíl záporné a kladné hodnoty je ve výši 50 328 tis. Kč v roce 2008 a 50 022 tis. Kč v roce 2009, jak můžeme vidět v tabulce 3.17, hodnota měnových forwardů před přeceněním byla 9 562 tis. Kč v roce 2008 a 9 506 tis. Kč v roce 2009. Tyto hodnoty jsme zjistili pomocí očištění hodnoty měnových forwardů o oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků. Měnové forwardy jsou v této hodnotě před přeceněním evidovány na podrozvahových účtech.

Tabulka 3.17 - Přecenění měnových forwardů (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Kladná hodnota měnových forwardů	0	0	0	2 085
Záporná hodnota měnových forwardů	0	0	50 328	52 107
<b>Rozdíl hodnota finančních derivátů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>50 328</b>	<b>50 022</b>
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	-40 766	-40 518
<b>Upravená hodnota finančních derivátů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9 562</b>	<b>9 504</b>

Pro účely *EVA* je zapotřebí položku oceňovací rozdíl z přecenění majetku a závazků ve vlastním kapitálu odečíst, jelikož zkresluje výši vlastního kapitálu. Pro zachování souvztažnosti položku přičteme k cizím zdrojům. Tím, že přičteme položku k cizím zdrojům (přičítáme záporný rozdíl), tak docílíme toho, že se nám závazky sníží. Znamená to, že jsme v podstatě touto úpravou oceňovací rozdíl z přecenění derivátů zcela vyrušili, což je pro výpočet *EVA* žádoucí, jelikož se deriváty nevztahují k hlavní činnosti podniku. Výše jiných pohledávek po této úpravě je uvedena v tabulce 3.18.

Tabulka 3.18 – Úprava jiných závazků (tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Jiné závazky	15 068	0	50 393	50 024
Oceňovací rozdíl z přecenění majetku a závazků	0	0	-40 766	-40 518
<b>Jiné závazky po úpravě o přecenění derivátů</b>	<b>15 068</b>	<b>0</b>	<b>9 627</b>	<b>9 506</b>

### Krátkodobě explicitně neuročené závazky

Od aktiv je vhodné odečíst hodnotu krátkodobých neuročených závazků, a to ze dvou dříve popsaných důvodů. Jen pro připomenutí, prvním důvodem je, že tyto závazky, i když se zdají být na první pohled neuročeny, jsou v podstatě tvořeny hlavně dodavatelskými úvěry, u nichž se finanční náklady spojené s úvěrem promítají do prodejních cen. Tyto náklady by bylo obtížné vyčíslit pro úpravu *NOPAT*, proto se přistupuje k vyloučení těchto závazků z pasiv a zároveň snížení hodnoty aktiv o tyto závazky. Druhým důvodem je to, že pro výpočet *EVA* by investovaný kapitál *C* (potažmo *NOA*) měl obsahovat jen skutečně investované prostředky do podniku, což pasiva v podobě závazků k dodavatelům, zaměstnancům či státu nejsou. Aktiva i pasiva rozvahy tedy snížíme o veškeré krátkodobé závazky i o časové rozlišení pasiv dle tabulky 3.19.

Tabulka 3.19 – Úprava krátkodobě explicitně neuročených závazků (tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Závazky z obchodních vztahů	272 787	268 714	209 877	178 318
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	40 000	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	20 913	20 805	20 997	26 132
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	11 526	10 832	10 271	10 199
Stát - daňové závazky a dotace	5 942	2 699	2 438	3 628
Krátkodobé přijaté zálohy	2 435	9 933	4 493	5 751
Dohadné účty pasivní	12 998	21 726	22 928	31 874
Jiné závazky po úpravě o přecenění derivátů	15 068	0	9 627	9 506
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>381 669</b>	<b>334 709</b>	<b>280 631</b>	<b>265 408</b>
Výdaje příštích období	0	201	250	250
Výnosy příštích období	4	1 020	1	1
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>4</b>	<b>1 221</b>	<b>251</b>	<b>251</b>
<b>Celkem krátkodobě explicitně neuročené závazky</b>	<b>381 673</b>	<b>335 930</b>	<b>280 882</b>	<b>265 659</b>

### 3.2.1.3 Shrnutí úprav rozvahy

Všechny úpravy rozvahy popsány výše jsou nyní shrnuty do dvou tabulek. Jedná se o tabulku 3.20, kde jsou úpravy aktiv a vyčíslena čistá operativní aktiva *NOA* a tabulku 3.21, která se týká úprav pasiv, po nichž získáme investovaný kapitál *C* rovnající se *NOA*.

Tabulka 3.20 - Vyčíslení operativních aktiv *NOA* (v tis. Kč)

NOA		2006	2007	2008	2009
<b>AKTIVA</b>		<b>2 366 731</b>	<b>2 291 594</b>	<b>2 399 557</b>	<b>2 066 928</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>		<b>1 223 671</b>	<b>1 135 076</b>	<b>1 349 270</b>	<b>1 343 576</b>
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	-	65	65	56	497
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-	193 057	39 139	105 286	117 572
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-	6 415	48 855	174 572	164 973
Opravné položky k DHM	+	72 600	69 011	20 893	19 994
Aktivace nákladů_Výzkum a vývoj	+	35 918	42 778	50 800	58 754
<b>Upravený dlouhodobý majetek</b>		<b>1 132 652</b>	<b>1 158 806</b>	<b>1 141 049</b>	<b>1 139 282</b>
<b>Oběžný majetek + Přejícné účty aktiv</b>		<b>1 143 060</b>	<b>1 156 518</b>	<b>1 050 287</b>	<b>723 352</b>
Opravná položka k zásobám	+	61 363	51 865	61 845	58 819
Opravná položka k pohledávkám	+	96 637	34 477	21 696	26 207
Rozdíl odložená daňová pohledávka	+	-125 549	60 582	32 024	15 533
Neúročené krátkodobé závazky	-	381 669	334 709	280 631	265 408
Časové rozlišení pasiv	-	4	1 221	251	251
<b>Upravený oběžný majetek</b>		<b>793 838</b>	<b>967 512</b>	<b>884 970</b>	<b>558 252</b>
<b>NOA_Upravená aktiva</b>		<b>1 926 490</b>	<b>2 126 318</b>	<b>2 026 019</b>	<b>1 697 534</b>

Tabulka 3.21 - Vyčíslení investovaného kapitálu *C* (v tis. Kč)

NOA		2006	2007	2008	2009
<b>PASIVA</b>		<b>2 366 731</b>	<b>2 291 594</b>	<b>2 399 557</b>	<b>2 066 928</b>
<b>Vlastní kapitál</b>		<b>1 161 522</b>	<b>1 328 823</b>	<b>1 450 110</b>	<b>1 515 873</b>
<b>Ekvivalenty vlastního kapitálu</b>					
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	-	65	65	56	497
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-	193 057	39 139	105 286	117 572
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-	6 415	48 855	174 572	164 973
Opravné položky k DHM	+	72 600	69 011	20 893	19 994
Aktivace nákladů_Výzkum a vývoj	+	35 918	42 778	50 800	58 754
Opravná položka k zásobám	+	61 363	51 865	61 845	58 819
Opravná položka k pohledávkám	+	96 637	34 477	21 696	26 207
Rozdíl odložená daňová pohledávka	+	-125 549	60 582	32 024	15 533
Rezervy	+	32 481	43 671	28 903	6 693
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-	0	0	-40 766	-40 518
<b>Upravený vlastní kapitál</b>		<b>1 135 435</b>	<b>1 543 148</b>	<b>1 427 123</b>	<b>1 459 349</b>
<b>Cizí zdroje + Přejícné účty pasiv</b>		<b>1 205 209</b>	<b>962 771</b>	<b>949 447</b>	<b>551 055</b>
Rezervy	-	32 481	43 671	28 903	6 693
Neúročené krátkodobé závazky	-	381 669	334 709	280 631	265 408
Časové rozlišení pasiv	-	4	1 221	251	251
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	+	0	0	-40 766	-40 518
<b>Upravené cizí zdroje</b>		<b>791 055</b>	<b>583 170</b>	<b>598 896</b>	<b>238 185</b>
<b>NOA=C_Upravená pasiva</b>		<b>1 926 490</b>	<b>2 126 318</b>	<b>2 026 019</b>	<b>1 697 534</b>

Bilanční podmínka, že upravená aktiva se musí rovnat upraveným pasivům, je splněna. Další kontrolou je, že upravené cizí zdroje se rovnají položce bankovní úvěry

a výpomoci z původní rozvahy společnosti Fatra. V cizích zdrojích Fatra nemá jinou položku, ze které by jí plynuly nákladové úroky, proto zmíněná rovnost je logicky správně.

### 3.2.2 Úprava výkazu zisku a ztráty ke stanovení NOPAT

Ve výkazu zisku a ztráty ponecháme pouze výnosy a náklady týkající se operativní činnosti podniku a očistíme jej o účetní vlivy. Téměř veškeré změny, které jsou v této kapitole popsány, již byly zmíněny v kapitole úpravy rozvahy 3.2.1. Když jsme vyloučili nebo naopak zařadili některá aktiva do rozvahy, tak souvztažně s tím musíme náklady a výnosy související s těmito aktivy vyloučit či zařadit do výkazu zisku a ztráty.

Jako výchozí výsledek hospodaření, který následně upravujeme na *NOPAT*, byl zvolen výsledek hospodaření z běžné činnosti.

#### 3.2.2.1 Vyloučení výnosů a nákladů z nepotřebných aktiv

Mezi nepotřebná aktiva řadíme u společnosti Fatra pouze dlouhodobý majetek, který v průběhu analyzovaného období společnost prodala. Jak již bylo zmíněno, společnost pronajímá svůj majetek pouze společnosti Energetika Chropyně, a.s., ve které má 100% podíl. Bez služeb, kterých využívá od této společnosti, by se Fatra neobešla při své hlavní činnosti, proto výnosy z tohoto pronájmu z výkazu zisku a ztráty nevylučujeme.

Prodeje nepotřebného majetku byly v analyzovaném období významné. Souvisí s restrukturalizací, kterou Fatra prováděla. Majetek byl prodáván zejména z důvodu, že byl zbytečný, nevyužívaný nebo málo využívaný. Nejvýznamnější byly prodeje v roce 2008, kdy významně ovlivnily účetní výsledek hospodaření. Pro účely výpočtu *EVA* tržby z prodeje i zůstatkovou cenu dlouhodobého majetku z výkazu zisku a ztrát vyjmemme, provedeme to pomocí snížení hospodářského výsledku o saldo uvedené v tabulce 3.22.

Tabulka 3.22 - Úprava o prodej dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	21 710	52 241	158 481	7 219
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	4 695	37 148	110 315	1 583
<b>Saldo z prodeje dlouhodobého majetku</b>	<b>17 015</b>	<b>15 093</b>	<b>48 166</b>	<b>5 636</b>

#### 3.2.2.2 Vyloučení ostatních provozních výnosů a nákladů

Již název položek ostatní provozní výnosy a náklady napovídá, že se nejedná o podstatné položky týkající se hlavní činnosti podniku. Ostatní náklady jsou tvořeny dary, smluvními pokutami, penály, úroky z prodlení, odpisy nedobytných pohledávek, různými

druhy pojištění, ekologickými poplatky jako jsou poplatky za emisní povolenky, náklady na společenské akce či manka a škody způsobené na dlouhodobém majetku nebo vzniklé ve výrobě. Naopak do ostatních provozních výnosů řadíme pokuty, úroky z prodlení, které ukládá společnost Fatra nebo dále náhrady škod z pojištění. I když tyto náklady a výnosy souvisí s hlavní činností, většina z nich není pro hlavní činnost podstatná do té míry, že by společnost nemohla bez těchto činností svou hlavní činnost provozovat. Z tohoto důvodů jsou ostatní provozní náklady i výnosy vyjmuty z výkazu zisku a ztráty pro výpočet *NOPAT*.

Tabulka 3.23 - Úprava o ostatní provozní výnosy a náklady (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Ostatní provozní výnosy	25 678	23 149	50 005	20 131
Ostatní provozní náklady	29 139	80 338	69 657	31 616
<b>Saldo ostatních provozních výnosů a nákladů</b>	<b>-3 461</b>	<b>-57 189</b>	<b>-19 652</b>	<b>-11 485</b>

### 3.2.2.3 Úpravy související se změnou vlastního kapitálu

#### Aktivace majetku do rozvahy

V úpravách týkajících se rozvahy je provedena aktivace výzkumu a vývoje. Tato úprava se projeví i ve výkazu zisku a ztráty. Náklady na výzkum a vývoj uskutečněné v jednotlivých letech a zahrnuté do nákladů se musí opět přičíst a místo toho se musí v nákladech objevit odpisy z aktivovaného majetku. Výpočet odpisů je uvedený v tabulce 3.13 a v tabulce 3.24 je již vyčíslen rozdíl, o který je potřeba upravit výkaz zisku a ztráty.

Tabulka 3.24 - Úprava *NOPAT* o náklady na výzkum a vývoj (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Uskutečněné náklady v jednotlivých letech (+)	25 209	14 877	13 747	13 379
Odpisy celkem v daný rok (-)	10 292	13 268	16 017	18 693
<b>Úprava <i>NOPAT</i> (+)</b>	<b>14 917</b>	<b>1 609</b>	<b>-2 270</b>	<b>-5 314</b>

#### Úprava související s opravnými položkami a rezervami

Aktiva rozvahy jsou upraveny o opravné položky, respektive opravné položky jsou k nim opět přičteny. Ve výkazu zisku a ztráty se nám projevuje tvorba a rozpouštění opravných položek v jednom řádku a to „Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období“. Jelikož se tato položka netýká jen opravných položek, nemůžeme ji celou vyloučit při výpočtu *NOPAT*, ale musíme ji upravit o změnu stavu rezerv. Jelikož výše rezerv v pasivech není při úpravách měněna (důvody jsou popsány v kapitole 3.2.1.2), musíme ponechat i změnu stavu rezerv ve výkazu zisku a ztráty.



Z přílohy k účetní závěrce lze vyčíst výši tvorby rezerv a zrušení či použití rezerv v analyzovaném období. Po odečtení těchto hodnot od sebe získáme saldo, o které musíme upravit položku „Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období“. V tabulce 3.25 jsou uvedeny hodnoty z přílohy k účetní závěrce společnosti Fatra týkající se rezerv a v tabulce 3.26 je vyčíslena úprava zmíněné položky pro výpočet *NOPAT*.

Tabulka 3.25 - Tvorba a zúčtování rezerv (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
<b>Rezervy k 1.1.200x</b>	<b>32 065</b>	<b>32 481</b>	<b>43 671</b>	<b>28 903</b>
Tvorba rezerv	19 543	17 731	1 132	7 738
Zrušení/použití rezerv	19 127	6 541	15 900	29 948
<b>Saldo rezerv</b>	<b>416</b>	<b>11 190</b>	<b>-14 768</b>	<b>-22 210</b>
<b>Konečný zůstatek rezerv 31.12.200x</b>	<b>32 481</b>	<b>43 671</b>	<b>28 903</b>	<b>6 693</b>

Tabulka 3.26 - Úprava *NOPAT* o položku změna stavu rezerv a opravných položek (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-15 676	-69 422	-83 209	-32 080
<b>Saldo rezerv (-)</b>	<b>416</b>	<b>11 190</b>	<b>-14 768</b>	<b>-22 210</b>
<b>Změna stavu (rezerv-a) opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období</b>	<b>-16 092</b>	<b>-80 612</b>	<b>-68 441</b>	<b>-9 870</b>

### 3.2.2.4 Úprava finančního výsledku hospodaření

Rozhodování o tom, které položky z finanční činnosti podniku do *NOPAT* započítáme a které ne, se odvíjí od toho, k jakému finančnímu majetku se finanční výnosy či náklady vážou, zda k operativnímu nebo neoperativnímu. První tři položky uvedeny v tabulce 3.27 se váží k podílům, které má Fatra ve dříve jmenovaných společnostech. Tyto podíly jsme ponechali v *NOA*, z důvodu, že tyto společnosti poskytují Fatře činnosti nezbytné k provádění hlavní činnosti Fatry. Zároveň tedy ponecháváme v *NOPAT* tržby z prodeje podílů, náklady na prodané podíly i výnosy z dlouhodobého finančního majetku, což jsou přijaté dividendy od společnosti Energetika Chropyně, a.s.

Tabulka 3.27 - Položky finanční činnosti zahrnuté do *NOPAT* (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	1 464	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	7 431	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	6 431	3 945

Tři položky v tabulce 3.28 jsou vyřazeny z *NOPAT*, jelikož se netýkají hlavní činnosti podniku. Jedná se o výnosové úroky a ostatní finanční výnosy a náklady. Nejvýznamnější z uvedených položek jsou ostatní finanční výnosy a náklady, které se vztahují k finančním derivátům, o které byla aktiva pro výpočet *NOA* očištěna. Čtvrtá položka nákladové úroky



jsou úroky plynoucí z bankovních úvěrů. Do *NOPAT* se znovu přičítají, jelikož *NOPAT* po úpravách by měl odpovídat podobě zisku *EBIT*  $(1-t)$ , který zahrnuje nákladové úroky.

Tabulka 3.28 - Položky finanční činnosti vyloučeny z *NOPAT* (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Výnosové úroky	649	1 086	581	136
Nákladové úroky	33 966	33 645	29 757	11 992
Ostatní finanční výnosy	29 040	35 183	68 614	64 990
Ostatní finanční náklady	32 449	45 424	74 179	67 799
<b>Saldo finančních výnosů a nákladů (-)</b>	<b>-36 726</b>	<b>-42 800</b>	<b>-34 741</b>	<b>-14 665</b>
<b>Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+)</b>	<b>2 650</b>	<b>0</b>	<b>-6 982</b>	<b>0</b>

### 3.2.2.5 Úprava týkající se daně z příjmu

Splatná daň z příjmu vyšla společnosti Fatra ve všech analyzovaných letech nula. Nebude se tedy provádět přepočtení daně pro účely výpočtu *NOPAT*, bere se, že splatná daň je i po úpravách nulová. Společnost Fatra však ve všech letech účtovala o odložené dani. Jak je popsáno v teoretické části, odložená daň se musí připočítat k *NOPAT*. Hodnoty odložené daně jsou uvedeny v tabulce 3.29.

Tabulka 3.29 - Výše odložené daně (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Odložená daň	38 341	60 585	41 586	15 475

### 3.2.2.6 Shrnutí úprav výkazu zisku a ztráty

Veškeré popsané úpravy a vyčíslení *NOPAT* pro účely výpočtu ukazatele *EVA* je uvedeno v následující tabulce 3.30. *NOPAT* zde odpovídá podobě zisku *EBIT*  $(1-t)$ . Nejvyššího operativního zisku společnost Fatra dosáhla v roce 2007 ve výši 233 776 tis. Kč, v roce 2008 poklesl téměř na polovinu na 135 560 tis. Kč a v roce 2009 stále klesal až na hodnotu 87 833 tis. Kč.

Tabulka 3.30 - Vyčíslení operativního výsledku hospodaření *NOPAT* (v tis. Kč)

<b>NOPAT</b>		2006	2007	2008	2009
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>		<b>135 633</b>	<b>167 298</b>	<b>165 440</b>	<b>67 028</b>
Saldo z prodeje dlouhodobého majetku	-	17 015	15 093	48 166	5 636
Úprava související s aktivací výzkumu a vývoje	+	14 917	1 609	-2 270	-5 314
Změna stavu (rezerva) opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	+	-16 092	-80 612	-68 441	-9 870
Saldo ostatních provozních výnosů a nákladů	-	-3 461	-57 189	-19 652	-11 485
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	+	2 650	0	-6 982	0
Saldo finančních výnosů a nákladů	-	-36 726	-42 800	-34 741	-14 665
<b>NOPAT před daní</b>		<b>160 280</b>	<b>173 191</b>	<b>93 974</b>	<b>72 358</b>
Odložená daň	+	38 341	60 585	41 586	15 475
<b>NOPAT</b>		<b>198 621</b>	<b>233 776</b>	<b>135 560</b>	<b>87 833</b>

### 3.2.3 Výpočet nákladů kapitálu

Pro výpočet nákladů kapitálu musíme nejdříve vypočítat náklady na cizí kapitál, náklady na vlastní kapitál a určit váhy jednotlivých forem kapitálu.

#### 3.2.3.1 Výpočet nákladů na cizí kapitál

Nejvhodnější způsob určení nákladů na cizí kapitál by byl výpočet z tržních údajů, a to dle výnosnosti dluhopisů na kapitálovém trhu od společností, které mají stejnou bonitu jako společnost Fatra. Nebo vypočítat náklady na cizí kapitál dle smluvených úrokových měr pro jednotlivé typy cizího kapitálu.

Cizí kapitál společnosti Fatra je tvořen bankovními úvěry a výpomoci. Informace o úrokových mírách však pro účely diplomové práce nemáme, proto jsou náklady vypočítány dle vzorce 2.17, jako podíl nákladů spojených s cizím kapitálem k výši cizího kapitálu, viz tabulka 3.31.

Tabulka 3.31 - Náklady cizího kapitálu společnosti Fatra (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Nákladové úroky	33 966	33 645	29 757	11 992
Bankovní úvěry a výpomoci	791 055	583 170	598 896	238 185
$r_D$	4,3%	5,8%	5,0%	5,0%

#### 3.2.3.2 Výpočet nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou vypočítány dle stavebnicového modelu, který je podrobně popsán v kapitole 2.4.3.2. Podstavou modelu je součet bezrizikové sazby a rizikových přírážek dle vzorce 2.19. Pro výpočet jednotlivých přírážek jsou využity údaje z upravené rozvahy a výkazu zisku a ztráty pro výpočet EVA.

##### ▪ Bezriziková sazba - $R_F$

Jak bylo uvedeno v teoretické části, bezriziková sazba se stanovuje jako výnos 10letých státních dluhopisů. Sazba byla vyhledána v materiálu Ministerstva průmyslu a obchodu s názvem „Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009“.<sup>34</sup> Výše bezrizikové sazby pro analyzovaná léta jsou uvedeny v tabulce 3.32.

Tabulka 3.32 - Bezriziková sazba

	2006	2007	2008	2009
$R_F$	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%

<sup>34</sup> Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, s. 200, z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>.

▪ **Riziková přírážka za finanční stabilitu -  $R_{FINSTAB}$**

Riziková přírážka za finanční stabilitu se určí dle porovnání ukazatele běžné likvidity společnosti Fatra a likvidit (pohotovostní a okamžité) za odvětví. Běžnou likviditu značíme  $L3$  a vypočítáme ji jako podíl oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu. Do vzorce jsme dosazovali upravené hodnoty z rozvahy pro výpočet  $EVA$ , viz tabulka 3.33. Krátkodobý cizí kapitál je součtem krátkodobých explicitně neúročených závazků a krátkodobých bankovních úvěrů. Hodnoty za odvětví pro rok 2006 byly vyhledány pomocí již zmíněné aplikace Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA z webových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu. Za léta 2007 až 2009 byly hodnoty za odvětví vyhledány v dokumentu Ministerstva průmyslu a obchodu „Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009“<sup>35</sup>. Důvod, že jsou data za odvětví brány z 2 odlišných zdrojů je to, že došlo ke změně reportování hodnot za odvětví. Hodnoty pro rok 2006 jsou uvedeny dle členění OKEČ (konkrétně OKEČ 25), hodnoty za rok 2007 odpovídají členění CZ-NACE (konkrétně CZ-NACE 22). Ukazatel běžné likvidity za společnost Fatra je ve všech letech vyšší než pohotovostní likvidita  $XL2$  za odvětví. Tímto je splněna podmínka 2.23:

- když  $L3 \geq XL2$ , pak  $R_{FINSTAB} = 0 \%$ ,

a riziková přírážka za finanční stabilitu je ve všech analyzovaných letech stanovena jako nulová.

Tabulka 3.33 - Riziková přírážka za finanční stabilitu (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Oběžná aktiva	793 838	967 512	884 970	558 252
Krátkodobé explicitně neúročené závazky	381 673	335 930	280 882	265 659
Krátkodobé bankovní úvěry	371 055	238 170	262 720	52 930
Krátkodobý cizí kapitál	752 728	574 100	543 602	318 589
Běžná likvidita - $L3$	1,05	1,69	1,63	1,75
$XL1$ za OKEČ 25	0,19	0,14	0,15	0,31
$XL2$ za OKEČ 25	1,1	0,71	0,93	1,48
$L3 \geq XL2$ pak $R_{FINSTAB}$	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

▪ **Riziková přírážka za velikost podniku -  $R_{LA}$**

Tato přírážka se odvíjí od výše úplatných zdrojů společnosti Fatra, což je součet vlastního kapitálu a bankovních úvěrů. Opět jsme dosadili vlastní kapitál již upravený. Úplatné zdroje jsou vyšší než 100 mil. Kč a zároveň však nižší než 3 mld. Kč, což jsou hraniční hodnoty pro rozhodování o výši přírážky. Přírážku tedy musíme vypočítat pomocí vzorce 2.24, viz tabulka 3.34.

<sup>35</sup> Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, s. 200, z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>.

Tabulka 3.34 - Riziková přírážka za velikost podniku (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Úplatné zdroje (UZ)	1 926 490	2 126 318	2 026 019	1 697 534
UZ ≤ 100 mil. Kč pak $R_{LA}$	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
UZ ≥ 3mld. Kč pak $R_{LA}$	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
100 mil. Kč < UZ < 3 mld. Kč pak $R_{LA}$ :	0,7%	0,5%	0,6%	1,0%
$R_{LA} = (3 - UZ)^2 / 168,2$ (vzorec 2.24)				

▪ **Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku –  $R_{POD}$**

Tato přírážka vychází z ukazatele rentability aktiv, což je podíl  $EBITU$  a celkových aktiv. Za tyto položky budou opět dosazeny již upravené hodnoty, a to  $NOPAT$ , který odpovídá  $EBITU$  a aktiva budou nahrazena hodnotou  $NOA$ . Ukazatel rentability se porovnává s ukazatelem  $XI$ , který se vypočítá dle vzorce 2.25. Ukazatel rentability vyšel ve všech analyzovaných obdobích vyšší než ukazatel  $XI$  a dle podmínky uvedené v teoretické části to znamená, že riziková přírážka za podnikatelské riziko pro společnost Fatra se rovná riziku v odvětví. Riziko za odvětví je uvedeno v posledním řádku tabulky 3.35. Hodnoty za odvětví jsou přezvány ze stejných zdrojů jako jsou uvedeny u rizikové přírážky za finanční stabilitu.

Tabulka 3.35 - Riziková přírážka za podnikatelské riziko (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
NOPAT	198 621	233 776	135 560	87 833
Úroky (Ú)	33 966	33 645	29 757	11 992
NOPAT + úroky	232 587	267 421	165 317	99 825
NOA	1 926 490	2 126 318	2 026 019	1 697 534
(NOPAT + úroky)/NOA	0,12	0,13	0,08	0,059
$XI = UZ/A * \dot{U}/\text{Bank. úvěry}$ (vzorec 2.25)	0,04	0,06	0,05	0,050
(NOPAT + úroky)/NOA > XI pak $R_{POD}$	2,26%	2,35%	2,53%	3,42%

Sečtením všech rizikových přírážek společnosti Fatra a bezrizikové sazby dle vzorce 2.20 získáme celkové náklady  $WACC_U$ , jako by společnost Fatra byla nezadlužená, viz tabulka 3.36.

Tabulka 3.36 - Průměrné náklady kapitálu nezadlužené společnosti

	2006	2007	2008	2009
$R_F$	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%
$R_{FINSTAB}$	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
$R_{LA}$	0,7%	0,5%	0,6%	1,0%
$R_{POD}$	2,26%	2,35%	2,53%	3,42%
$WACC_U$	6,72%	7,08%	7,64%	9,10%

Z těchto celkových nákladů  $WACC_U$  vypočteme pomocí vzorce 2.22 náklady vlastního kapitálu  $r_E$ . Pro připomenutí se jedná o následující vztah, do kterého jsme opět dosadili již upravené hodnoty pro výpočet  $EVA$ .

$$r_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}} \quad (2.21)$$

V tabulce 3.37 jsou uvedeny náklady na vlastní kapitál  $r_E$  za společnost Fatra.

Tabulka 3.37 - Náklady na vlastní kapitál společnosti Fatra, a.s.

	2006	2007	2008	2009
Re číatel	0,0525	0,0573	0,0650	0,0849
Re jmenovatel	0,5894	0,7257	0,7044	0,8597
$r_E$	8,9%	7,9%	9,2%	9,9%

### 3.2.3.3 Výpočet průměrných nákladů na kapitál WACC

Průměrné náklady na kapitál  $WACC$  se stanoví dle vzorce 2.14. Ve vzorci jsou obsaženy váhy vlastního kapitálu a cizích zdrojů, a to jako podíl zmíněných složek k celkovému investovanému kapitálu. V následující tabulce 3.38 jsou vyjádřeny procentní podíly neboli váhy vlastního a cizího kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Opět jsou v tabulce obsaženy hodnoty vlastního kapitálu a cizích zdrojů po úpravách pro výpočet  $EVA$ . V celém analyzovaném období převažují vlastní zdroje u společnosti Fatra nad cizími zdroji a procento zapojených cizích zdrojů má až na rok 2008 klesající charakter.

Tabulka 3.38 - Váhy složek kapitálu (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Investovaný kapitál celkem	1 926 490	2 126 318	2 026 019	1 697 534
Upravený vlastní kapitál	1 135 435	1 543 148	1 427 123	1 459 349
Upravené cizí zdroje	791 055	583 170	598 896	238 185
<b>Váha vlastního kapitálu</b>	<b>58,9%</b>	<b>72,6%</b>	<b>70,4%</b>	<b>86,0%</b>
<b>Váha cizích zdrojů</b>	<b>41,1%</b>	<b>27,4%</b>	<b>29,6%</b>	<b>14,0%</b>

V tabulce 3.39 jsou již vypočítány celkové průměrné náklady na kapitál  $WACC$ , kdy můžeme vidět, že náklady mají v analyzovaném období rostoucí charakter. Z hodnoty 6,59 % v roce 2006 vzrostly až na hodnotu 9,05 % v roce 2009.

Tabulka 3.39 - Průměrné náklady kapitálu společnosti Fatra, a.s.

	2006	2007	2008	2009
$r_E$	8,91%	7,89%	9,22%	9,87%
$r_D$	4,29%	5,77%	4,97%	5,03%
Váha vlastního kapitálu	58,94%	72,57%	70,44%	85,97%
Váha cizích zdrojů	41,06%	27,43%	29,56%	14,03%
daňová sazba	24,00%	24,00%	21,00%	20,00%
<b>WACC</b>	<b>6,59%</b>	<b>6,93%</b>	<b>7,66%</b>	<b>9,05%</b>

### 3.2.4 Výpočet ekonomické přidané hodnoty

Po propočtení všech potřebných proměnných, konkrétně *NOA*, *NOPAT* a *WACC* můžeme přistoupit k samotnému výpočtu ukazatele *EVA*. V tabulce 3.40 je nejdříve vypočtena *EVA* v absolutní vyjádření dle vzorce 2.1, pro připomenutí:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC \quad (2.1)$$

Znovu je nutné připomenout, že investovaný kapitál *C* je totéž jako čistá operativní aktiva *NOA*. Dále je *EVA* v tabulce vyjádřena na bázi relativního hodnotového rozpětí, tzv. Value Spread. Toto vyjádření je vypočítáno dle vzorce 2.5:

$$EVA = \frac{EVA}{C} = \frac{(ROC - WACC) \cdot C}{C} = ROC - WACC \quad (2.5)$$

Tabulka 3.40 - Výpočet ukazatele *EVA* v absolutním a relativním vyjádření (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
NOPAT	198 621	233 776	135 560	87 833
NOA	1 926 490	2 126 318	2 026 019	1 697 534
WACC	6,55%	6,90%	7,60%	9,04%
<b>EVA</b>	<b>72 446</b>	<b>86 994</b>	<b>-18 416</b>	<b>-65 660</b>
<b>EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí</b>	<b>3,76%</b>	<b>4,09%</b>	<b>-0,91%</b>	<b>-3,87%</b>

Společnost Fatra v analyzovaném období nejdříve tvořila přidanou hodnotu pro investory (vlastníky a věřitele), a to ve výši 72 446 tis. Kč v roce 2006 a 86 994 tis. Kč v roce 2007. V roce 2008 se začala společnost potýkat se sníženou poptávkou, v důsledku hospodářské krize a tedy se ji nepodařilo vytvořit novou hodnotu pro investory. Právě naopak došlo k tzv. „ničení hodnoty firmy“, čili snížení na -18 416 tis. Kč. Dopady hospodářské krize působily na společnost i v roce 2009, kdy hodnota firmy byla snížena o 47 244 tis. Kč. V procentním vyjádření společnost tvořila novou přidanou hodnotu ve výši 3,76 % v roce 2006, 4,09 % v roce 2007, v roce 2008 došlo ke snížení hodnoty na - 0,91 % a v roce 2009 o na -3,87 %.

Dále je možné vyjádřit *EVU* na bázi zúženého hodnotového rozpětí, dle vzorce 2.4, který je následující.

$$EVA_E = (ROE - r_e) \cdot E \quad (2.4)$$

Za ukazatel *ROE*, který se vypočítá jako podíl čistého zisku a vlastního kapitálu dosadíme upravené hodnoty, konkrétně *NOPAT* avšak po odečtení nákladových úroků a upravený vlastní kapitál z tabulek 3.20 a 3.30. *NOPAT* bez nákladových úroků je vyčíslený v tabulce 3.41.

Tabulka 3.41 – Vyčíslení NOPAT bez nákladových úroků (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
NOPAT	198 621	233 776	135 560	87 833
Nákladové úroky (-)	33 966	33 645	29 757	11 992
<b>NOPAT bez nákladových úroků</b>	<b>164 655</b>	<b>200 131</b>	<b>105 803</b>	<b>75 841</b>

V tabulce 3.42 jsou zobrazeny již výsledné hodnoty tohoto pojetí *EVY*, opět jak v absolutním, tak relativním vyjádření.

Tabulka 3.42 - Výpočet ukazatele *EVA* na bázi zúženého hodnotového rozpětí (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
$ROE_{EVA}$	14,50%	12,97%	7,41%	5,20%
$r_E$	8,8%	7,9%	9,1%	9,9%
E	1 135 435	1 543 148	1 427 123	1 459 349
<b><math>EVA_E</math> na bázi zúženého hodnotového rozpětí</b>	<b>64 294</b>	<b>78 919</b>	<b>-24 665</b>	<b>-68 059</b>
<b><math>EVA_E</math> na bázi zúženého relativního hod. rozpětí</b>	<b>5,66%</b>	<b>5,11%</b>	<b>-1,73%</b>	<b>-4,66%</b>

*Eva* na bázi zúženého hodnotového rozpětí vyjadřuje tvorbu hodnoty jen pro vlastníky společnosti. V absolutním vyjádření byla nejvyšší přidaná hodnota pro vlastníky vytvořena v roce 2007, a to ve výši 78 919 tis. Kč, avšak v relativním vyjádření, když vezmeme v úvahu výši vlastního kapitálu, tak z tabulky vyčteme, že nejvyšší přidaná hodnota byla vytvořena v roce 2006 ve výši 5,66 %.

### 3.2.5 Srovnání poměrových ukazatelů a ukazatelů *EVA*

Na základě srovnání ukazatele *ROA* a ukazatele *EVA* na bázi relativního hodnotového rozpětí, dále ukazatele *ROE* a ukazatele *EVA* na bázi zúženého relativního hodnotového rozpětí můžeme pozorovat, do jak velké míry jsou poměrové ukazatele zkreslené.

Poměrové ukazatele se po celé analyzované období pohybují v kladných hodnotách, oproti tomu u ukazatelů *EVA* již můžeme pozorovat v posledních dvou analyzovaných letech záporné hodnoty. Rozdíl je způsobený tím, že poměrové ukazatele vychází pouze z výsledku hospodaření a aktiv či vlastního kapitálu, kdy tyto položky jsou významně ovlivněny postupy účtování a zahrnují i činnosti, které s hlavní činností podniku nesouvisí. Zároveň zde nejsou zahrnuty veškeré náklady kapitálu, zejména náklady na vlastní kapitál.

Ukazatel *EVA* hodnotí výkonnost podniku přesněji, jelikož zahrnuje veškeré náklady kapitálu a soustředí se na hlavní činnost podniku.

Tabulka 3.43 - Poměrové ukazatele a ukazatele *EVA*

	2006	2007	2008	2009
ROA	8,76%	11,41%	9,87%	7,14%
$EVA$ na bázi relativního hodnotového rozpětí	3,76%	4,09%	-0,91%	-3,87%
ROE	11,62%	12,59%	11,41%	4,42%
$EVA_E$ na bázi zúženého relativního hod. rozpětí	5,66%	5,11%	-1,73%	-4,66%



V tabulce 3.43 můžeme pozorovat, že trendy vývoje u obou typů ukazatelů souhlasí. Čili že v letech 2006 a 2007 výkonnost roste a v letech 2008 a 2009 klesá. Však již rozdílná je výše nárůstů a poklesů. Nejvýznamnější rozdíl lze pozorovat z roku 2007 na rok 2008, kdy ukazatel *ROA* poklesl z 11,41 % na 9,87%, což znamená, že poklesnul přibližně na 80 % hodnoty roku 2007. Ukazatel *EVA* však poklesnul ze 4,09 % až do záporných hodnot -0,91 %. Důvodem jsou úpravy výsledku hospodaření, nejpodstatnější vliv měla úprava položek související s prodejem dlouhodobého majetku, úprava o ostatní provozní výnosy a náklady, nákladové úroky a odloženou daň.

### 3.2.6 Pyramidový rozklad EVA

Pro hlubší analýzu vlivů na pohyb ukazatele *EVA* je proveden pyramidový rozklad, konkrétně rozklad ukazatele  $EVA_E$  na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Rozklad je proveden dle schématu 2.1, který je uvedený v kapitole 2.5.2. Při rozkladu jsme dosazovali hodnoty ukazatelů z výkazů po úpravách pro účely výpočtu *EVA*. Pro přehlednost je v tabulce 3.44 uvedeno, jaké položky z upravených výkazů odpovídají položkám ve schématu pyramidového rozkladu *EVA* a jaké konkrétní hodnoty jsou dosazeny za dané ukazatele v jednotlivých letech.

Tabulka 3.44 - Hodnoty dosazované do pyramidového rozkladu ukazatele *EVA* (v tis. Kč)

Ukazatel	Úprava dle EVA	2006	2007	2008	2009
EVA	$EVA_E$ na bázi zúženého hodnotového rozpětí	64 294	78 919	-24 665	-68 059
ROE	$ROE_{EVA}$	14,50%	12,97%	7,41%	5,20%
$r_E$	-	8,8%	7,9%	9,1%	9,9%
E	Upravený vlastní kapitál	1 135 435	1 543 148	1 427 123	1 459 349
EAT	NOPAT - nákladové úroky	164 655	200 131	105 803	75 841
EBIT	NOPAT	198 621	233 776	135 560	87 833
ROA (EBIT/A)	NOPAT/NOA	10,31%	10,99%	6,69%	5,17%
A	NOA	1 926 490	2 126 318	2 026 019	1 697 534
Výnosy	Tržby za prodej zboží	104 977	157 535	93 686	58 337
	Výkony	3 154 249	3 451 077	2 931 747	2 100 778
	Tržby z prodeje materiálu	57 558	111 712	97 900	37 776
	Výnosy celkem	3 316 784	3 720 324	3 123 333	2 196 891
$R_F$	-	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%
$R_{POD}$	-	2,26%	2,35%	2,53%	3,42%
$R_{LA}$	-	0,69%	0,45%	0,56%	1,01%
$R_{FINSTAB}$	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$R_{FINSTRU}$	$r_E$ - WACC	2,29%	0,95%	1,54%	0,82%

K výpočtu velikosti vlivů dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel je použita funkcionální metoda. Důvodem je to, že v posledních dvou analyzovaných letech je hodnota vrcholového ukazatele záporná. Grafické zpracování pyramidového rozkladu společnosti



Fatra pro jednotlivá léta 2006 až 2009 je součástí přílohy 4. Jednotlivé vlivy jsou pak seřazeny do tabulek dle nejvyšších kladných vlivů až po nejvyšší záporné vlivy pro sledované roky, jak můžeme vidět níže. Vlivy jsou uvedeny v absolutním i procentuálním vyjádření. Součet vlivů dílčích ukazatelů nám dává celkovou změnu vrcholového ukazatele v daném roce. Při konečném součtu musíme dílčí změny bezrizikové sazby ( $R_F$ ) a rizikových přírážek ( $R_{POD}$ ,  $R_{LA}$ ,  $R_{FINSTAB}$ ,  $R_{FINASTRU}$ ) v podstatě odečítat, jelikož tyto přírážky jsou rozkladem nákladů vlastního kapitálu  $r_E$ , které jsou v rozkladu odečítány od  $ROE$ . Proto tedy i všechny přírážky jsou odečítány.

### 3.2.6.1 Vlivy na ukazatel EVA v letech 2006 – 2007

Ukazatel  $EVA_E$  z roku 2006 na rok 2007 vzrostl z hodnoty 64 294 tis. Kč na 78 919 tis. Kč, čili o 14 625 tis. Kč. Největší pozitivní vliv na tento růst, jak můžeme vidět z tabulky 3.45, měl nárůst vlastního kapitálu, který nastal zejména díky růstu výsledku hospodaření běžného účetního období a nerozděleného zisku minulých let. Jako druhý v pořadí mezi pozitivními vlivy je ukazatel riziková přírážka za finanční strukturu, která z roku 2006 na 2007 poklesla z 2,29 % na 0,95 %. Pokles souvisí s poklesem cizích zdrojů, jak krátkodobých, tak dlouhodobých bankovních úvěrů. Dále se o zvýšení ukazatele  $EVA_E$  zasloužil ukazatel  $EBIT/Výnosy$ , což značí, že se společnosti podařilo v roce 2007 zvýšit rentabilitu výnosů respektive tržeb.

Tabulka 3.45 - Vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel  $EVA_E$  v letech 2006 – 2007

Ukazatel	Dílčí vlivy	
	absolutní (tis. Kč)	procentuální
<b>E</b>	21 969	150,2%
<b><math>R_{FINSTRU}</math> (-)</b>	3 964	27,1%
<b><math>EBIT/Výnosy</math></b>	1 937	13,2%
<b><math>EAT/EBIT</math></b>	1 293	8,8%
<b><math>R_{LA}</math> (-)</b>	686	4,7%
<b><math>Výnosy/A</math></b>	649	4,4%
<b><math>R_{FINSTAB}</math> (-)</b>	0	0,0%
<b><math>R_{POD}</math> (-)</b>	-267	-1,8%
<b><math>R_F</math> (-)</b>	-1 511	-10,3%
<b><math>A/E</math></b>	-8 351	-57,1%
<b>Celkem změna EVA</b>	<b>14 625</b>	<b>100%</b>

Naopak největší negativní vliv na vrcholový ukazatel měla finanční páka ( $A/E$ ). Obecně platí, že finanční páka by měla být stabilní nebo alespoň neklesající. Avšak z roku 2006 na rok 2007 nastal pokles z hodnoty 1,7 na 1,38. Celková aktiva se snížila (jedním z důvodů byl prodej nepotřebného dlouhodobého majetku), oproti tomu vlastní kapitál narostl.

Dalším ukazatel, který působí negativně na vývoj  $EVA_E$  je bezriziková sazba  $R_F$ , která se zvýšila 3,77 % na 4,28 %. Pro vlastníky společnosti je žádoucí, aby míra výnosnosti společnosti byla minimálně tak vysoká jako bezriziková sazba, neboli výnosnost státních dluhopisů a když se sazba zvýší, znamená to, že Fatra musí vyprodukovat více přidané hodnoty, než dosáhne požadované minimální výše. Růst bezrizikové sazby má tedy negativní vliv na vývoj  $EVA_E$ .

### 3.2.6.2 Vlivy na ukazatel EVA v letech 2007 – 2008

Z roku 2007 na rok 2008 došlo k velkému poklesu ukazatele  $EVA_E$  a to o 103 584 tis. Kč, ze 78 919 tis. Kč na -24 665 tis. Kč. Hlavním důvodem tak výrazného poklesu byl vliv ukazatele  $EBIT/Výnosy$ , viz tabulka 3.46, kdy významně poklesly výnosy v roce 2008 z důvodu přicházející ekonomické recese a tedy snížené poptávky po výrobcích společnosti. Zároveň s tím však nedošlo ke snížení nákladů ve stejném poměru a tedy zisk poklesl o větší procento než výnosy. A tedy pokles rentability výnosů respektive tržeb negativně působí na tvorbu přidané hodnoty.

Tabulka 3.46 - Vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel  $EVA_E$  v letech 2007 – 2008

Ukazatel	Dílčí vlivy	
	absolutní (tis. Kč)	procentuální
$A/E$	7 218	-7,0%
$R_{FINSTAB} (-)$	0	0,0%
$E$	-1 964	1,9%
$R_{LA} (-)$	-2 935	2,8%
$R_{POD} (-)$	-4 794	4,6%
$R_F (-)$	-7 192	6,9%
$R_{FINSTRU} (-)$	-15 725	15,2%
$EAT/EBIT$	-22 234	21,5%
$Výnosy/A$	-30 110	29,1%
$EBIT/Výnosy$	-87 140	84,1%
<b>Celkem změna EVA</b>	<b>-103 584</b>	<b>100%</b>

Dalším významným ukazatelem působící na pokles  $EVA_E$  je ukazatel  $Výnosy/A$ , který hodnotí obratovost celkových aktiv Fatry. V roce 2008 oproti roku 2007 došlo ke snížení rychlosti obratu aktiv, což působí na snížení efektivity hospodaření společnosti a také schopnost tvorby přidané hodnoty. Pokles tohoto ukazatele je zapříčiněn také zejména poklesem výnosů z důvodu hospodářské krize. Třetím ukazatelem v pořadí, který působí na pokles  $EVA_E$  je ukazatel  $EAT/EBIT$ , ukazatel úrokové a daňové redukce. Pokles tohoto dílčího ukazatele je způsoben tím, že i když nákladové úroky mírně poklesly (o 12 %), tak nepoklesly v takové míře jako  $EAT$  potažmo  $NOPAT$  bez nákladových úroků (o 47 %). V podstatě došlo

k růstu míry nákladových úroků k zisku, což představuje pro společnost riziko, zejména v době přicházející hospodářské krize, by se společnost měla snažit o snížení míry bankovních úvěrů a úrokových nákladů, aby se nedostala do problémů s likviditou. Dále negativní vliv na vrcholový ukazatel má riziková přírážka za finanční strukturu ( $R_{FINSTRU}$ ), jelikož došlo k růstu této přírážky v roce 2008, což bylo způsobeno zejména růstem cizích zdrojů Fatry. Naopak pozitivní vliv na vývoj ukazatele  $EVA_E$  měl pouze jeden dílčí ukazatel, a to finanční páka.

### 3.2.6.3 Vlivy na ukazatel EVA v letech 2008 – 2009

V roce 2009 byl ukazatel  $EVA_E$  záporný, a to ve výši -68 059 tis. Kč, znamená to, že společnosti se nepodařilo vytvořit přidanou hodnotu. Oproti roku 2008 poklesl ukazatel o 43 394 tis. Kč. Největší vliv na pokles vrcholového ukazatele, jak uvádí tabulka 3.47, měla finanční páka společnosti, která v roce 2009 poklesla. Vlastní kapitál vzrostl zejména díky zvýšení položky nerozděleného zisku z minulých let. Aktiva poklesla především z důvodu poklesu výše oběžných aktiv. Fatra v roce 2009 zaměřila svou krizovou strategii na optimální řízení pohledávek a zásob. Snížení jejich výše lze hodnotit jen za efektivní pro výkonnost Fatry, jelikož v tomto majetku již nemá vázáno tolik peněžních prostředků. Negativní vliv ukazatelů obrát aktiv  $Výnosy/A$  a  $EBIT/Výnosy$  souvisí s dalším snížením výnosů společnosti Fatry v důsledku pokračující hospodářské krize.

Tabulka 3.47 - Vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel  $EVA_E$  v letech 2008 – 2009

Ukazatel	Dílčí vlivy	
	absolutní (tis. Kč)	procentuální
$R_{FINSTRU} (-)$	20 116	-46,4%
$EAT/EBIT$	18 052	-41,6%
$R_{FINSTAB} (-)$	0	0,0%
$E$	-1 030	2,4%
$R_F (-)$	-3 336	7,7%
$R_{LA} (-)$	-12 358	28,5%
$EBIT/Výnosy$	-14 537	33,5%
$R_{POD} (-)$	-24 739	57,0%
$Výnosy/A$	-30 912	71,2%
$A/E$	-35 282	81,3%
<b>Celkem změna EVA</b>	<b>-43 394</b>	<b>100%</b>

Pozitivní vliv na vývoj přidané hodnoty měli v průběhu roku 2009 dva ukazatele, a to riziková přírážka za finanční strukturu ( $R_{FINSTRU}$ ) a ukazatel daňové a úrokové redukce ( $EAT/EBIT$ ). Na rizikovou přírážku příznivě působí to, že společnosti se významně podařily snížit bankovní úvěry. Snížila se tak zadluženost a mělo to příznivý vliv na rizikovou přírážku

za finanční strukturu, snížily se tedy náklady na cizí kapitál. Došlo k poklesu úrokových nákladů. Tento krok společnosti lze hodnotit jako správný, jelikož právě v době snížené poptávky po výrobcích Fatra je vhodné, že společnost není příliš zadlužená a neplynou ji vysoké závazky z úvěrů v podobě splátek úroků a úvěru. Kdyby byly splátky vysoké, v době hospodářské krize by to představovalo velký tlak na likviditu společnosti a společnost by nemusela být schopná úvěry splácet. Vliv úrokové a daňové redukce je pozitivní, i přesto, že se úrokové náklady snížily, jelikož poklesly v menší míře než čistý zisk. Redukce se proto zvýšila.

### 3.3 Hodnocení výkonnosti pomocí souhrnných bonitních a bankrotních modelů

V této kapitole jsou aplikovány bonitní a bankrotní modely dříve popsány v teoretické části kapitole 2.6 na konkrétní podmínky společnosti Fatra a pomocí této aplikace je souhrnně zhodnocena finanční pozice společnosti.

#### 3.3.1 Aplikace bankrotních modelů

Finanční pozice společnosti Fatra je hodnocena pomocí Altmanova modelu a následně modelu „IN“.

##### 3.3.1.1 Altmanův model (Z-skóre)

Aplikace Altmanova modelu je provedena pomocí vzorce 2.34, kdy je pět poměrových ukazatelů násobeno stanovenými váhami. Jednotlivé poměrové ukazatele, váhy i výsledné hodnoty za společnost Fatra v analyzovaném období zobrazuje tabulka 3.48.

Tabulka 3.48 – Altmanův model pro společnost Fatra, a.s.

Altmanův model	Váhy	2006	2007	2008	2009
$X_1$ - prac. kapitál/A	0,717	0,32	0,36	0,30	0,20
$X_2$ - nerozdělený zisk/A	0,847	0,06	0,12	0,18	0,23
$X_3$ - EBIT/A	3,107	0,09	0,11	0,10	0,05
$X_4$ - VK/CZ	0,420	0,96	1,38	1,53	2,75
$X_5$ - T/A	0,998	1,33	1,56	1,31	1,06
<b>Celkem_hodnota Z</b>	-	<b>2,28</b>	<b>2,85</b>	<b>2,62</b>	<b>2,70</b>

Výsledné hodnoty Z v průběhu celého analyzovaného období spadají do rozmezí  $1,2 < Z \leq 2,9$ . Toto pásmo je tzv. šedá zóna, kde nejde jednoznačně říct, jestli společnost směřuje k bankrotu či ne. Hodnoty Z se však pohybují při horní hranici, což je pro společnost pozitivní, jelikož pásmo nad hraniční hodnotou znamená uspokojivou finanční situaci.

Nejlepšího výsledku společnost dosáhla v roce 2007 2,85, což koresponduje s nejlepšími hodnotami jak poměrového ukazatele *ROA* i ukazatele *EVA* v tomto roce.

### 3.3.1.2 Model „IN“ Index důvěryhodnosti

Tento bankrotní model je velice podobný svým metodickým výpočtem Altmanověmu modelu, avšak je přizpůsobený na české podmínky. Opět se IN index vypočítá pomocí rovnice, ve které násobíme poměrové ukazatele váhami, avšak zde máme zařazeno šest ukazatelů a váhy jsou stanoveny odlišně pro jednotlivá odvětví. Do vzorce byly dosazeny hodnoty vah za gumárenský a plastikářský průmysl, které byly vyčteny z přílohy 5. V tabulce 3.49 je uveden výpočet indexu IN za společnost Fatra.

Tabulka 3.49 - Index IN pro společnost Fatra, a.s.

Index IN	Váhy	2006	2007	2008	2009
A/CZ	0,22	1,96	2,38	2,53	3,75
EBIT/U	0,11	6,10	7,77	7,96	7,88
EBIT/A	5,87	0,09	0,11	0,10	0,05
T/A	0,38	1,31	1,52	1,27	1,04
OA(KZ + KBU)	0,1	0,97	1,25	1,14	1,32
ZPL/T	43,01	0,006	0,002	0,001	0,002
<b>Celkem_Index IN</b>	-	<b>2,48</b>	<b>2,84</b>	<b>2,64</b>	<b>2,57</b>

Index IN ve všech letech vyšel vyšší než hraniční hodnota 2. Podniku je dle tohoto modelu hodnocen jako finančně zdravý. Opět můžeme pozorovat nejvyšší hodnotu v roce 2007, a to 2,84.

### 3.3.2 Aplikace bonitních modelů

Z bonitních modelů popsaných v teoretické části jsou aplikovány 2 modely, Králíckův Quicktest a Indikátor bonity.

#### 3.3.2.1 Kralický Quicktest

Model se skládá ze čtyř poměrových ukazatelů (vzorce 2.37 – 2.40). Vypočtené hodnoty ukazatelů za společnost Fatra jsou obodovány dle tabulky 2.1 a pak propočítány aritmetické průměry. Výsledné hodnoty testu se vyvíjí kolísavě. V roce 2007 a 2009 se hodnoty pohybují v pásmu nad hranicí 3 a to znamená, že lze o podniku říct, že je bonitní. V roce 2006 je hodnota 2,5 a v roce 2008 je 2,75, hodnoty tak spadají do neurčitého pásma v rozmezí od 1 do 3, o kterém se nelze jasně vyjádřit. Můžeme jen konstatovat, že hodnoty se pohybují blíže k horní hranici, a tedy se blíží k bonitnímu pásmu. Pozitivně za sledované

období se vyvíjí body za ukazatel  $R_2$ , což nastalo díky postupnému snižování cizích zdrojů, zejména krátkodobých a dlouhodobých bankovních úvěrů. Naopak snižování bodového hodnocení vidíme u posledního ukazatele  $R_4$ , což bylo způsobeno zvyšováním provozního CF a zároveň snižováním výkonů společnosti v analyzovaném období.

Tabulka 3.50 - Králickův Quicktest pro společnost Fatra, a.s.

Králickův Quicktest	Vzorec	2006	Body	2007	Body	2008	Body	2009	Body
$R_1$ - VK/A	(2.37)	0,49	4	0,58	4	0,60	4	0,73	4
$R_2$ - (CZ - peněžní prostředky)/prov. CF	(2.38)	6,55	2	3,24	3	3,81	3	1,09	4
$R_3$ - EBIT/A	(2.39)	0,09	2	0,11	2	0,10	2	0,05	1
$R_4$ - provzní CF/výkony	(2.40)	0,06	2	0,081	3	0,078	2	0,22	4
Aritmetický průměr $R_1$ a $R_2$			3		3,5		3,5		4
Aritmetický průměr $R_3$ a $R_4$			2		2,5		2		2,5
Aritmetický průměr průměrů			2,5		3		2,75		3,25

### 3.3.2.2 Indikátor (index) bonity

Index bonity obsahuje šest poměrových ukazatelů, které se opět násobí stanovenými váhami, viz vzorec 2.41. V tabulce 3.51 jsou výsledné hodnoty indexu bonity IB za společnost Fatra.

Tabulka 3.51 - Index bonity pro společnost Fatra, a.s.

Index BONITY	Váhy	2006	2007	2008	2009
CF/CZ	1,5	0,04	0,06	0,09	0,07
A/CZ	0,08	1,96	2,38	2,53	3,75
EBT/A	10	0,06	0,07	0,07	0,03
EBT/T	5	0,04	0,05	0,05	0,03
Zásoby/T	0,3	0,14	0,15	0,15	0,16
T/A	0,1	1,334	1,565	1,306	1,058
<b>Celkem_Index bonity IB</b>	-	<b>1,18</b>	<b>1,45</b>	<b>1,46</b>	<b>1,04</b>

Index bonity IB vyšel ve všech analyzovaných letech kladný, což je pozitivní pro společnost. Hodnoty se pohybují v rozmezí  $1 < IB < 2$ , které značí, že finančně-ekonomická situace podniku je dobrá. V roce 2009 se však hodnota přiblížila k hranici 1. Důvodem je to, že finanční situace podniku je v tomto roce oslabena dopady hospodářské krize.

## 3.4 Srovnání analyzovaného podniku s odvětvím

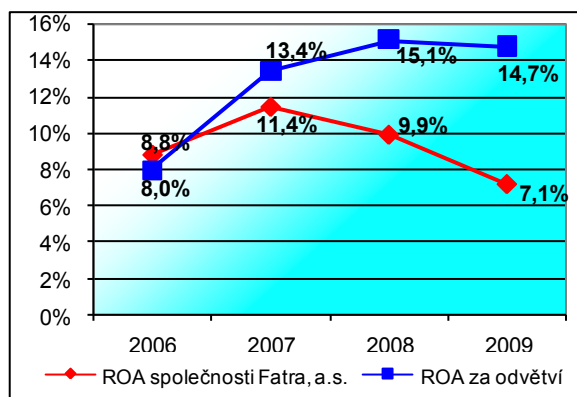
Pro komplexnost hodnocení finanční pozice společnosti Fatra je doplněno jeho srovnání s odvětvím. Je provedeno srovnání poměrových ukazatelů společnosti Fatra s průměrnými hodnotami za odvětví, v němž podnik působí. Tímto odvětvím je výroba plastových výrobků, které představuje v odvětvové klasifikaci ekonomických činností (OKEČ) skupinu 25 s názvem Výroba pryžových a plastových výrobků. Jak již bylo uvedeno

na začátku kapitoly 3 v členění tzv. CZ-NACE, předmět společnosti spadá do skupiny CZ-NACE 22. Hodnoty za odvětví pro rok 2006 byly převzaty z internetového portálu MPO aplikace Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA<sup>36</sup>, který využívá členění dle OKEČ. Hodnoty za odvětví za roky 2007 až 2009 byly vyhledány v dokumentu MPO „Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009“<sup>37</sup>.

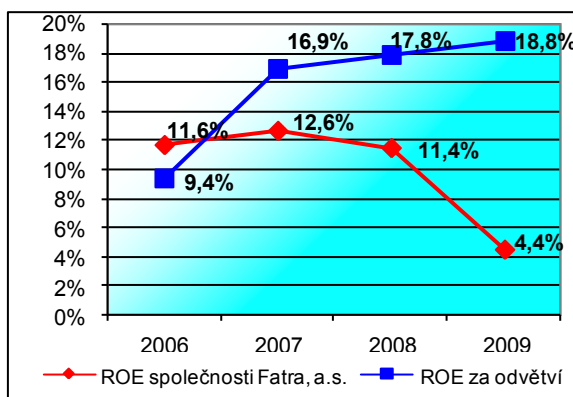
Při výpočtu ukazatelů za společnost Fatra se vychází ze základních finančních výkazů v přílohách 1 a 2, nikoliv z upravených pro výpočet *EVA*. Důvodem je to, že hodnoty za odvětví taktéž vychází z kompletních výkazů, bude tím tedy zachována shodnost zdrojových dat.

Při srovnání ukazatele rentability aktiv (*ROA*) a ukazatele rentability vlastního kapitálu (*ROE*) společnosti Fatra s hodnotami za odvětví, dle grafů 3.7 a 3.8 je patrné, že pouze v roce 2006 Fatra dosahovala vyšších hodnot, než byly hodnoty za odvětví. Zejména v letech 2008 a 2009 se ukazatele vyvíjí značně klesajícím směrem až na hodnoty 7,1 % u *ROA* a 4,4 % u *ROE*. Oproti tomu hodnoty za odvětví jsou v těchto letech téměř konstantní, *ROA* je v roce 2009 14,7 % a *ROE* 18,8 %. Je to způsobeno tím, že společnosti se v těchto letech významně dotkla hospodářská recese. Recese se Fatry dotkla významně proto, že zákazníci Fatry tvoří z velké části firmy ze stavebního a automobilového průmyslu, u nichž v průběhu recese došlo k podstatnému útlumu. Konkrétně tržby Fatry jsou tvořeny těmito dvěma průmysly v roce 2008 z 51,2 % a v roce 2009 ze 48,7 %<sup>38</sup>.

Graf 3.8 - Srovnání ROA s odvětvím



Graf 3.7 – Srovnání ROE s odvětvím



Podle grafů by se mohlo na první pohled zdát, že hospodářská recese neměla na odvětví jako celek příliš velký dopad, jelikož ukazatele zůstaly téměř konstantní. Došlo

<sup>36</sup> Benchmarkingový diagnostický systém INFA, z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>>.

<sup>37</sup> Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, s. 200, z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>.

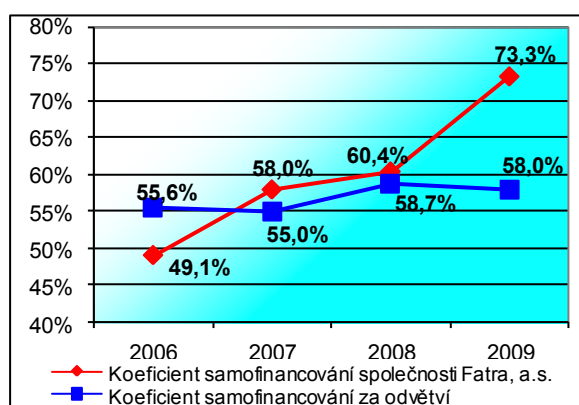
<sup>38</sup> Hodnoty 51,2 % v roce 2008 a 48,7 % v roce 2009 získáme součtem položek 1,3,5 z tabulky 3.1, což jsou činnosti Fatry pro stavební a automobilový průmysl.



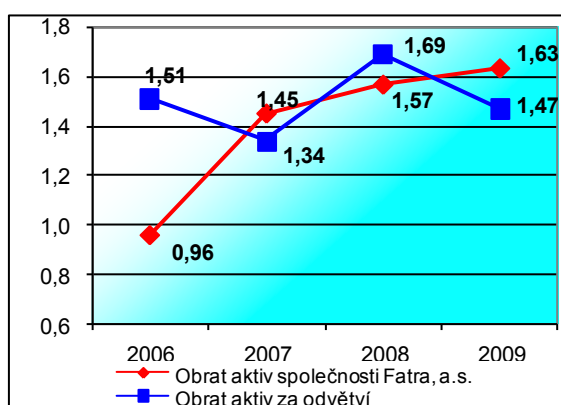
však ke snížení tržeb za prodej vlastních výrobků v odvětví o 7 % v roce 2008 a o dalších 15 % v roce 2009, dále také ke snížení počtu pracovníků v roce 2009 o 15 %<sup>39</sup>. Tím že nedošlo ke snížení ukazatelů za odvětví, znamená to, že průměrně se firmám v odvětví podařilo zareagovat na snížení tržeb a to nejspíš jak snížením zdrojů, aktiv, tak snížením nákladů, aby jejich rentabilita zůstala na stejné úrovni. Na Fatru negativně působí zejména zaměřenost na zmíněné průmysly automobilový a stavební. Doporučením by tedy mělo být, zvýšit diversifikaci sortimentu, čímž společnost předejde významnějším dopadům na tržby v případě útlumu jen v některém odvětví. Diverzifikace však přináší další úskalí jako je zvýšení nákladovosti výroby. Dalším důvodem toho, že se hodnoty za analyzovaný podnik pohybují o tolik níž, než hodnoty za odvětví je nízký výsledek hospodaření. Společnost by se měla snažit o snižování především provozních nákladů (výkonové spotřeby a mzdových nákladů).

Pro zhodnocení oblasti zadluženosti je zde uvedený ukazatel koeficient samofinancování, viz graf 3.9, což je v podstatě převrácený ukazatel celkové zadluženosti. Vypočítá se jako vlastní kapitál k celkovým aktivům. Lze zhodnotit, že zadluženost společnosti Fatra v letech 2007 a 2008 se vyvíjí přibližně na stejné úrovni jako u firem v odvětví. Koeficient zadluženosti se pohybuje okolo 60 %. V roce 2009 dojde u Fatry k významnému snížení krátkodobých a dlouhodobých bankovních úvěrů, čím ukazatel vzroste výrazně nad průměr odvětví až na hodnotu 73,3 %. Společnost tak svou činnost financuje převážně vlastním kapitálem, u něhož jsou vyšší náklady na kapitál.

Graf 3.9 – Srovnání ukazatele koeficient samofinancování s odvětvím



Graf 3.10 – Srovnání ukazatele obrát aktiv s odvětvím



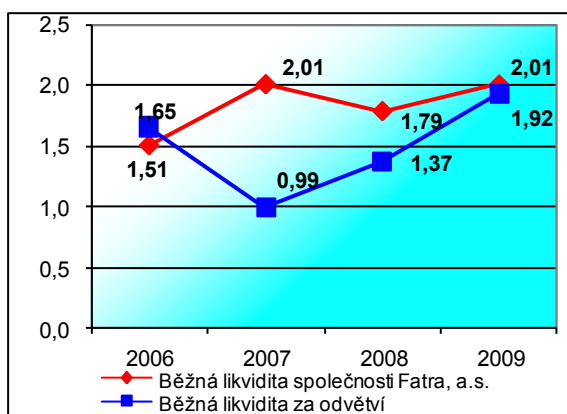
<sup>39</sup> CZ-NACE 22, s.113, tabulky 10.3 a 10.5,z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>.



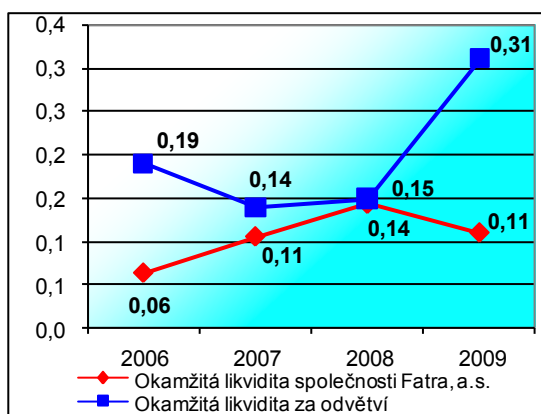
Oblast aktivity podniku je porovnávána s odvětvím pomocí ukazatele obrát aktiv<sup>40</sup>, viz graf 3.10. Ukazatele se vyvíjí zcela kolísavě, kdy v letech 2006 a 2008 vykazuje společnost Fatra vyšší obrátkovost celkových aktiv než odvětví a v letech 2007 a 2009 je tomu naopak. I přesto, že se společnost v roce 2009 ve své krizové strategii zaměřila na snížení vázanosti peněžních prostředků v aktivech, konkrétně snížila objem zásob a pohledávek, tak obrátkovost je nižší než obrátkovost za odvětví, konkrétně 1,47 obrátek za rok oproti 1,63. Obecně lze říct, že je obrát aktiv společnosti Fatra na srovnatelné úrovni s odvětvím, jelikož jsou zde malé rozdíly.

Likvidita společnosti je zhodnocena na ukazatelích běžné likvidity a okamžité likvidity. Porovnání je uvedeno v grafech 3.11 a 3.12. Běžná likvidita společnosti je v posledních třech analyzovaných letech vyšší než úroveň likvidity v odvětví, což je pozitivní. Příliš vysoká likvidita je nežádoucí, hodnoty společnosti Fatra se však ve všech letech pohybují v doporučených hodnotách. U okamžité likvidity můžeme pozorovat v letech 2007 a 2008 podobný vývoj jak v odvětví okolo 0,14, v roce 2009 však došlo k velkému nárůstu hodnoty za odvětví až na 0,31. Hodnota 0,31 přesahuje doporučenou míru 0,2, nelze tedy zhodnotit, že když společnost Fatra nedosahuje úrovně v odvětví, že se nachází v horší situaci, co se týká platební morálky.

Graf 3.12 - Srovnání ukazatele běžné likvidity s odvětvím



Graf 3.11 - Srovnání ukazatele okamžité likvidity s odvětvím

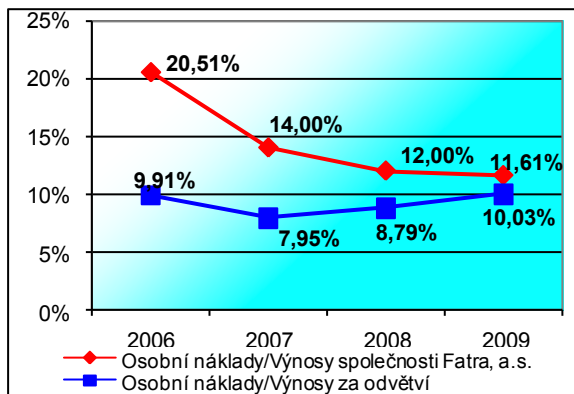


Na dalším grafu 3.13 je znázorněno poměr osobních nákladů a výnosů společnosti Fatra i průměr za odvětví. Z grafu je zcela patrné, jak se Fatra v analyzovaném období snažila o optimalizaci pracovních míst a zvýšení efektivity. Nákladovost na zaměstnance se stále snižuje a hodnota ukazatele za společnost Fatra se v roce 2009 téměř přiblížila hodnotě za

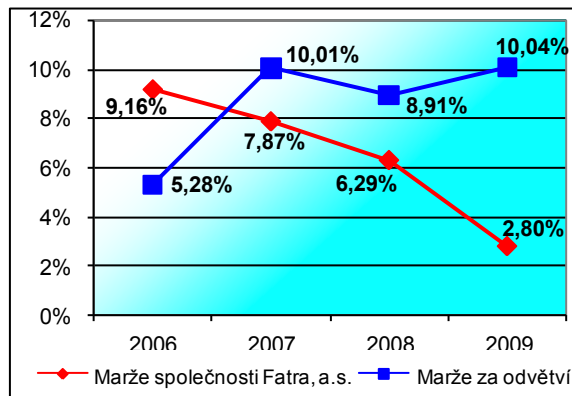
<sup>40</sup> Pro výpočet ukazatele obrát aktiv používá MPO jiný vzorec, než jaký je uveden v kapitole 3.1.3, a to  $\text{Obrát}/\text{Aktiva}$  (za obrát dosazuje veškeré výnosy z VZZ). Pro srovnatelnost hodnot za společnost Fatra s odvětvím, jsou hodnoty za Fatru vypočítány dle vzorce MPO. Z tohoto důvodu se hodnoty tohoto ukazatele za Fatru liší v této kapitole a v kapitole 3.1.3.

odvětví. Poklesla z hodnoty 20,51 % v roce 2006 až na 11,61 % v roce 2009, kdy v tomto roce je ukazatel za odvětví menší jen o 1,58 %.

Graf 3.13 - Srovnání ukazatele Osobní náklady/Výnosy s odvětvím



Graf 3.14 - Srovnání marže s odvětvím



Posledním ukazatelem, který je srovnáván je marže vypočítána jako *EBIT* dělený celkovými výnosy. Dle grafu 3.14 můžeme pozorovat, že marže společnosti Fatra se v průběhu analyzovaného období zmenšuje. *EBIT* v tomto období klesal rychleji než výnosy a znamená to tedy, že se společnosti nepodařilo snížit náklady ve stejném poměru jako výnosy, aby marže zůstala zachována. Největší rozdíl mezi marží společnosti Fatra a odvětvím nastal v roce 2009, kdy marže společnosti je pouze na výši 2,8 % a marže odvětví 10,04 %. Společnost Fatra by se měla pokusit o zvýšení marže. V dalších letech, v době odeznívání dopadů krize, by se společnost měla zaměřit na svou cenovou politiku a popřípadě změnit kalkulace a zvýšit ceny, dále by pro zvýšení marže bylo vhodné pokusit se snížit ještě náklady, zejména provozní.

## 4 ZHODNOCENÍ ZJIŠTĚNÝCH VÝSLEDKŮ

V průběhu sledovaného období let 2006 až 2009 působí na finanční situaci společnosti Fatra několik významných vlivů. Velký vliv na finanční situaci podniku má restrukturalizace Fatry, která probíhá hlavně mezi léty 2006 až 2008. Krok restrukturalizace byl pro Fatru přínosný. Společnost rozprodala nepotřebný majetek, provedla řadu investic do nových zařízení, tak aby byla schopna výrobou adekvátně reagovat na aktuální poptávku. Zároveň se snažila o snížení počtu zaměstnanců, tedy snížení nákladů a zvýšení efektivity. Díky restrukturalizace došlo ke zvýšení zisku společnosti. V roce 2008 však na společnost začaly negativně působit dopady finanční krize. Krize způsobila značný útlum ve stavebním a automobilovém průmyslu, což jsou průmysly, které se podílejí na tržbách Fatry přibližně z 50 %. Krize tedy způsobila velký pokles tržeb a výsledku hospodaření společnosti Fatra v roce 2008 a 2009.

Nejdříve je zhodnocena **oblast rentability a ekonomické přidané hodnoty** společnosti Fatra. Dle provedené poměrové analýzy v kapitole 3.1.3 je patrné, že se rentabilita společnosti po celou dobu analyzovaného období nachází v kladných hodnotách, jelikož výsledek hospodaření společnosti byl také pozitivní. Z roku 2006 na 2007 došlo k růstu rentability, díky restrukturalizaci i růstu tržeb společnosti a následně v letech 2008 a 2009 k poklesu z důvodu dopadů finanční krize.

Pro přesnější zhodnocení činnosti podniku společnosti Fatra, byla použita metoda hodnocení pomocí ekonomické přidané hodnoty. Podstatou této metody je zhodnotit výkonnost podniku z hlediska hlavní činnosti podniku, tzv. operativní činnost. A do výpočtu také zahrnout nákladovost zdrojů využívaných v podnikání. V kapitole 3.2 byla provedena úprava finančních výkazů, tak aby zobrazovaly jen operativní činnost podniku a zároveň byly výkazy očištěny o účetní distorze. V kapitole 3.2.3 jsou vyčísleny náklady kapitálu. Výsledné hodnoty ukazatele *EVA* v kapitole 3.2.4 se liší od ukazatelů poměrové analýzy. Nejvíce to lze pozorovat v letech 2008 a 2009, kdy je *EVA* záporná. V těchto letech nebyla vytvořena žádná hodnota pro vlastníky, naopak došlo k ničení hodnoty společnosti Fatra. Oproti tomu ukazatele rentability byli stále kladné. Velký rozdíl mezi ukazateli rentability a ekonomickou přidanou hodnotou můžeme pozorovat z roku 2007 na rok 2008. Výsledek hospodaření je téměř konstantní v neupravených výkazech a tedy i u *ROA* můžeme pozorovat jen malý pokles z 11,41 % na 9,87 %. Ukazatel *EVA* vypočítaný z upravených výkazů však poklesne z hodnoty 4,09 % na hodnotu -0,91 %. Je to způsobeno tím, že do ukazatele *ROA* jsou

započítány například i tržby z prodeje nepotřebného majetku, který s operační činností nesouvisí. Konkrétně tyto tržby byly v roce 2008 velice významné, proto nedošlo k tak velkému poklesu *ROA* jako *EVY*.

Nejvýznamnější úpravy finančních výkazů provedené v rozvaze jsou úprava nedokončených investic, úpravy opravných položek k zásobám, pohledávkám a DHM, aktivování majetku v souvislosti s výzkumem a vývojem, úprava finančních derivátů a krátkodobých neúročených závazků. Ve výkazů zisku a ztráty došlo zejména k vyloučení nákladů a výnosů z prodeje nepotřebných aktiv, vyloučení ostatních provozních výnosů a nákladů, úpravě nákladů za výzkum a vývoj, úpravě finančního výsledku hospodaření a daně z příjmu.

Z pyramidového rozkladu ukazatele *EVA* je patrné, že na snížení vrcholového ukazatele v letech 2008 a 2009 měli vliv v obou letech ukazatele *EBIT/Výnosy* neboli marže a *Výnosy/Aktiva* neboli obrát aktiv. Společnost by se tedy v následcích letech měla snažit o zvýšení výsledku hospodaření i zvýšení obrátu aktiv. Měla by se pokusit zejména o snížení provozních nákladů, aby došlo k vyššímu generování zisku z realizovaných tržeb.

Nízkou úroveň rentability společnosti Fatra zejména v letech 2008 a 2009 potvrzuje i srovnání společnosti Fatra s odvětvím. Ukazatel *ROA* za odvětví dosahuje hodnot kolem 15 %, hodnota za společnost Fatra je v roce 2009 jen ve výši 7,1 %. Zároveň při srovnání s odvětvím ukazatele *EBIT/Výnosy* lze pozorovat, že v letech 2008 a 2009 se hodnoty Fatry velmi vzdálily od průměru odvětví. Průměr odvětví je okolo 10 %, společnost Fatra dosáhla jen 3% marže.

Další oblastí pro hodnocení je **oblast zadluženosti**. Zadluženost společnosti v analyzovaném období klesá a dá se zhodnotit, že je relativně nízká. Celková zadluženost klesla z hodnoty 50,9 % v roce 2006 až na hodnotu 26,6 % v roce 2009. Zadluženost společnosti poklesla nejvýrazněji v roce 2009. Snížení zadluženosti v době finanční krize lze hodnotit jako správný krok z hlediska nejistoty generování zisku. A tedy by mohlo dojít k situaci, že příliš velké splátky úvěru by společnost nebyla schopna splácet. Jestliže však u společnosti dojde k oživení poptávky a zvýšení tržeb v následujících letech, mohla by zapojit více cizích zdrojů do financování podniku. Cizí zdroje totiž sebou nesou nižší náklady kapitálu, jsou tedy levnějším zdrojem financování díky daňové znatelnosti úrokových nákladů.

I se srovnání s odvětvím, které bylo provedeno pomocí ukazatele koeficient samofinancování, je patrné, že zadluženost společnosti v roce 2009 velice poklesla.

Koeficient samofinancování uvádí, že průměrně jsou podniky v odvětví financovány z vlastních zdrojů z 58 %, avšak společnost Fatra financuje z vlastních zdrojů v roce 2009 až 73,3 %.

Pyramidový rozklad z roku 2008 a 2009 také potvrzuje, že struktura zdrojů financování, konkrétně úbytek cizích zdrojů, má negativní vliv na vývoj *EVY*. Ukazatel finanční páky v roce 2009 nejvýznamněji působil na pokles vrcholového ukazatele.

**Oblast likvidity** společnosti lze zhodnotit jako vyhovující. Ukazatele běžné a pohotové likvidity se téměř po celé analyzované období pohybují v doporučených hodnotách a zároveň po celou dobu mírně nad úrovní likvidity v odvětví. Okamžitá likvidita nedosahuje doporučených hodnot, při srovnání s odvětvím těchto hodnot nedosahují ani ostatní podniky až na rok 2009.

Při **hodnocení aktivity společnosti** lze také konstatovat, že je relativně v pořádku. I když celkový obrat aktiv je v analyzovaných letech docela nízký kolem 1,5, odpovídá to faktu, že se jedná o výrobní firmu, která má vyšší objem dlouhodobého hmotného majetku. Hodnoty obratu aktiv za odvětví se vyvíjí v analyzovaném období přibližně na stejné úrovni.

Při **hodnocení podniku pomocí dvou bonitních a dvou bankrotních modelů** se výsledné hodnocení společnosti Fatra pohybovalo v dvou modelech v pásmu, které vypovídá o dobrém finančním zdraví. V dalších dvou modelech se hodnoty dostaly i do pásma, v němž nelze jednoznačně zhodnotit finanční pozici, nelze říct, zda je podnik bonitní nebo zda se blíží úpadku. Je v tzv. „šedém pásmu“. V těchto případech, se však vždy výsledky Fatry pohybovaly blíže horní hranici tohoto pásma a tedy se blížily pásmu s dobrým finančním zdravím.

Na základě zhodnocení finanční situace podniku jsou nyní shrnuty **doporučení pro finanční řízení**. Jak bylo uvedeno, společnost se v posledních dvou analyzovaných letech 2008 a 2009 potýkala se snížením tržeb, nízkým výsledkem hospodaření a zápornou ekonomickou hodnotou. V následujících letech se očekává oživení celkové hospodářské situace. Fatra by se měla zaměřit na analýzu svého sortimentu prostřednictvím analýzy svých zákazníků. Zejména proto, že okolo 50 % jejich tržeb tvoří odběratelé ze stavebního a automobilového průmyslu, což jsou odvětví, kterých se krize dotkla jako jedna z nejvíce. Fatra by měla zhodnotit, do jaké míry krize postihla její největší odběratelé a zda se budou schopni dostat na úroveň odběrů výrobků před krizí. Nebo například, jestli jejich projekty

po krizi stále pokračují, popřípadě jsou obnoveny a zda odběratelé mají zájem o dodávané výrobky. Pokud ne, tak musí Fatra například zvážit změnu výrobního sortimentu či vyhledávat nové zákazníky. Prvotním cílem by tedy pro Fatru mělo být zejména **zvýšení tržeb**.

Další krok také souvisí s doznívající krizí. Doznávající krize sebou bude přinášet řadu změn v cenové oblasti. V průběhu krize se podniky snažily snižovat ceny, aby si udržely poptávku na přijatelné úrovni. Po krizi se dá naopak očekávat zdražování a to jak materiálů, služeb, tak cen výrobků u konkurence. Fatra by se měla **zaměřit na své kalkulace**, na vývoj cen vstupů a zároveň na průzkum cen konkurenčních firem. Cílem by mělo být pokusit se **zvýšit marži** z výrobků, jelikož s porovnáním s odvětvím je marže na nízké úrovni.

S tímto bodem souvisí i doporučení týkající se **úspor provozních nákladů**, aby se se svou marží přiblížila průměru odvětví. Nákladovost mezd se Fatře v průběhu analyzovaného období podařilo významně snížit, avšak je stále vyšší než průměr v odvětví.

Posledním doporučením pro společnost Fatra se týká struktury financování podnikání. V případě, že dojde k oživení poptávky, zvýšení tržeb a zlepšení finanční stability podniku, mohla by společnost zvážit **vyšší zapojení cizích zdrojů**. Úrokové náklady z úvěrů jsou daňově uznatelné a mohla by si tím snížit odvody daně.

## 5 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo zhodnocení finanční výkonnosti společnosti Fatra, a.s. za období let 2006 až 2009 pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty a souhrnných predikčních modelů. Bylo zde provedeno srovnání výsledků analýzy hodnocení pomocí tradičních poměrových ukazatelů a pomocí moderní metody ekonomické přidané hodnoty.

Diplomová práce se skládá ze tří částí, kdy první část je věnována teoretickému popisu koncepce a výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty a predikčních modelů hodnocení finanční výkonnosti podniku. Náplní druhé kapitoly je představení činnosti společnosti Fatra, a.s., a to plastikářské výroby a zároveň jsou popsány mikroekonomické i makroekonomické vlivy, které na společnost v průběhu čtyř analyzovaných let působily. Následuje stručná analýza pomocí tradičních poměrových ukazatelů. Zhodnocena je oblast, rentability, zadluženosti, aktivity a likvidity. V třetí části pro zvýšení přesnosti vypovídací schopnosti ukazatele ekonomické přidané hodnoty byla provedena řada úprav finančních výkazů - rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Výpočet moderního ukazatele *EVA* byl pak srovnán s tradičními ukazateli, kdy na základě vzniklého rozdílu ve výsledcích bylo poukázáno na nekompletnost a nepřesnost tradičních ukazatelů. Hodnocení vybraného podniku bylo dokončeno aplikací souhrnných predikčních modelů a srovnáním analyzovaného podniku s průměrnými hodnotami za odvětví.

Na výsledky společnosti, hlavně na oblast rentability a ekonomické přidané hodnoty, v průběhu analyzovaného období působila zejména probíhající restrukturalizace a dopady celosvětové hospodářské krize. Vývoj byl kolísavý, kdy nejprve z roku 2006 na 2007 došlo k růstu zisků, také díky restrukturalizačním krokům jako prodeje nepotřebného majetku a následně v letech 2008 a 2009 došlo k poklesu. Důvodem byly právě dopady krize a snížení poptávky společnosti zejména z automobilového a stavebního průmyslu. Výsledky ukazatelů rentability byly však po celé analyzované období pozitivní. Moderní ukazatel ekonomická přidaná hodnota se v posledních dvou analyzovaných letech pohybovala již v záporných číslech. Je to způsobeno přesnějším výpočtem, zejména zaměřením jen na operativní činnost podniku. Očištěny jsou tržby související s restrukturalizací, dále jsou výkazy očištěny například o tvorbu opravných položek, odloženou daň, náklady na výzkum a vývoj a jiné položky. Podstatné při výpočtu *EVA* je dále započítání kromě nákladů na cizí zdroje také nákladů na vlastní kapitál. Zejména tyto zmíněné položky způsobují rozdílnost *EVY* od tradičních ukazatelů rentability.

Vývoj v oblasti zadluženosti je v analyzovaných letech, dá se říci, pozitivní. Míra zadluženosti společnosti je nižší než v odvětví a v průběhu sledovaného období ještě klesala. Snížení zadluženosti hodnotíme pozitivně s ohledem na působící krizi, snížení tržeb a zisku. Společnosti tak nehrozí problémy se splácením cizích zdrojů. Avšak jakmile pominou dopady krize, doporučení pro společnost je zvážit zvýšení míry zapojených cizích zdrojů z důvodu uznatelnosti úrokových nákladů. Oblast likvidity a aktivity společnosti lze zhodnotit jako vyhovující. Toto tvrzení se opírá o srovnání výsledných hodnot s doporučovanými hodnotami a se srovnáním s odvětvím. Z hodnocení společnosti pomocí bonitních a bankrotních modelů vyšlo najevo, že má podnik více či méně dobré finanční zdraví. Obvykle se výsledné hodnoty pohybovaly v pásmu pro stabilní podniky, v dvou případech v zóně, ve které nelze jednoznačně podnik zhodnotit jako finančně zdravý či podnik, kterému hrozí v budoucích obdobích riziko úpadku.



# SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

## Knižní publikace

1. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
2. GRÜNWALD, R. a HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
3. KISLINGEROVÁ, E. a HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vydání. Praha: C.H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
4. KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 2. přepracované a rozšířené vydání. Praha: C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
5. MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
6. NEUMAIEROVÁ, I. a NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
7. RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
8. SEDLÁČEK, J. *Finanční analýza podniku*. 1. vydání. Brno: Komputer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
9. STERN, J. M.; SHIELY, J. S. *The EVA challenge: Implementing Value – Added change in an organization*. New York: John Wiley & son, Inc., 2001. 250 p. ISBN 0-471-40555-8.
10. YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. *Eva and value-based management: a practical guide to implementation*. New York: McGraw Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.
11. Kolektiv autorů. *Účetnictví podnikatelů 2010*. Praha: Meritum, 2011. 692 s. ISBN 978-80-7357-526-7.

## Elektronické zdroje

12. BHATTACHARYYA, A., K.; PHANI, B., V. *Economic Value Added – A General Perspective*. Social Science Research Network [online]. 2004 [cit. 2010-11-18]. Dostupný z WWW: < [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=545444](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=545444) >.

13. RICEMAN, S.; CAHAN, S. F.; LAL, M. *Do Managers Perform Better Under EVA Bonus Schemes?* Social Science Research Network [online]. 2000 [cit. 2010-11-18]. Dostupný z WWW: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=242780](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=242780)>.
14. Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA [cit. 2011-02-10]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>>.
15. Budoucnost profesí – Výroba pryžových a plastových výrobků [cit. 2011-02-10]. Dostupné z WWW: <<http://budoucnostprofesi.cz/cs/vyvoj-v-odvetvich/pryze.html>>.
16. CZ-NACE 22 – Výroba pryžových a plastových výrobků [cit. 2011-02-10]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>.
17. EVA by Dapid Harper [EN] [cit. 2010-11-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.investopedia.com/university/EVA/EVA2.asp>>.
18. Finanční analýza podnikové sféry 2009 [cit. 2010-11-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>.
19. Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2007 [cit. 2010-11-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument43538.html>>.
20. Informace o společnosti Fatra, a.s. z firemních internetových stránek [cit. 2011-02-10]. Dostupné z WWW: <[www.fatra.cz](http://www.fatra.cz)>.
21. Přílohy k účetním závěrkám společnosti Fatra, a.s. [cit. 2011-02-10]. Dostupné z WWW: <<http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/index?sysinf.@typ=sbirka&sysinf.@strana=documentList&vypisListin.@cEkSub=600001805&sysinf.klic=004f7c162575a5d8e2d2c4cf991842c4&sysinf.spis.@oddil=B&sysinf.spis.@vlozka=4598&sysinf.spis.@soud=Krajsk%FDm%20soudem%20v%20Brn%EC&sysinf.platnost=22.04.2011>>.

**SEZNAM ZKRATEK**

A	aktiva
$a_i$	dílčí ukazatel
APM	Arbitrage Pricing Model
BU	bankovní úvěry
$\beta_e$	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
C	investovaný kapitál, Capital
C	kuponová platba
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	peněžní toky, cash flow
CFROI	CF z investic, Cash flow Return on Investment
CZ	cizí zdroje
CZ	čistý zisk
D	úročený cizí kapitál, Debt
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DK	dolní kvartil
E	vlastní kapitál
E	vlastní kapitál, Equity
$E(r_M)$	výnos tržního portfolia
EAT	čistý zisk
EBIT	výsledek hospodaření před úroky a daněmi
EVA	ekonomická přidaná hodnota, Economic Value Added
$EVA_E$	EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí
HDP	hrubý domácí produkt
HK	horní kvartil
$H_{PL}$	hodnota majetku pořízeného na leasing
i	úroková sazba z dluhu
IB	index bonity
$I_{a_i} = \frac{a_{i1}}{a_{i0}}$	index změny dílčího ukazatele

$I_x = \frac{x_1}{x_0}$	index změny vrcholového ukazatele
$i_L$	úroková míra, která je implicitně obsažena v leasingových splátkách
KBU	krátkodobé bankovní úvěry
KZ	krátkodobé závazky
$LP_t$	výše leasingových splátek
Md	medián
MVA	tržní přidaný hodnoty, Market Value Added
NOA	čistá operativní aktiva, Net Operating Assets
NOPAT	výsledek hospodaření z operativní činnosti podniku po zdanění, Net Operating Profit After Tax
NPV	čistá současná hodnota, Net Present Value
NV	nominální hodnota obligace
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
P	tržní cena obligace
$PVLP_x$	současná hodnota leasingových plateb k okamžiku x
$PVLP_{x-1}$	současná hodnota leasingových plateb předchozího období
$r_D$	náklady dluhu
$r_E$	náklady vlastního kapitálu
$R_F$	bezriziková úroková sazba
$R_{FINSTAB}$	riziková přírážka za finanční stabilitu
$R_{FINSTRU}$	riziková přírážka za finanční strukturu
$R_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROC	výnosnost investovaného kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
RONA	výnosnost čistý aktiv, Return on Net Assets
ROS	rentabilita tržeb
$R_{POD}$	riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku
$SU_t$	splátku úvěru
T	doba do splatnosti obligace
t	sazba důchodové daně
T	tržby

$TS_x$	daňový štít
$U$	nákladové úroky
$ÚCK$	úročený cizí kapitál
$UM$	úroková míra
$U_t$	absolutní výše úroků
$U_x$	úroky k okamžiku $x$
$UZ$	úplatné cizí zdroje
$VK$	vlastní kapitál
$V_n$	váhy jednotlivých ukazatelů
$VZZ$	výkaz zisku a ztráty
$WACC$	průměrné náklady kapitálu, Weighted Average Cost of Capital
$ZPL$	závazky po lhůtě splatnosti
$\Delta x_{a_i}$	vliv změny dílčího ukazatele na vrcholový ukazatel $x$
$\Delta y_x$	změnu vrcholového ukazatele

## SEZNAM TABULEK

Tabulka 2.1 – Pyramidový rozklad EVA .....	34
Tabulka 2.2 – Tamariho model .....	35
Tabulka 3.1- Struktura tržeb za prodané vlastní výrobky a služby podle druhů činnosti (v %) .....	38
Tabulka 3.2 - Teritoriální struktura tržeb exportu (v %).....	38
Tabulka 3.3 - Vývoj počtu zaměstnanců .....	39
Tabulka 3.4 - Hodnoty ukazatelů rentability za sledované období 2006 – 2009 (v tis. Kč.) ...	42
Tabulka 3.5 - Hodnoty ukazatelů zadluženosti a finanční struktury za sledované období 2006 – 2009 (v tis. Kč.).....	44
Tabulka 3.6 - Hodnoty ukazatelů likvidity za sledované období 2006 – 2009 (v tis. Kč.).....	45
Tabulka 3.7 - Hodnoty ukazatelů aktivity za sledované období 2006 – 2009 (v tis. Kč.) .....	47
Tabulka 3.8 - Výpočet okamžité likvidity (v tis. Kč).....	49
Tabulka 3.9 - Struktura dlouhodobého finančního majetku (v tis. Kč).....	49
Tabulka 3.10 - Nedokončené investice (v tis. Kč) .....	50
Tabulka 3.11 - Leasingové splátky ze současných smluv o finančním leasingu (v tis. Kč) ....	51
Tabulka 3.12 – Tvorba opravných položek (v tis. Kč).....	51
Tabulka 3.13 - Aktivace výzkumu a vývoj (v tis. Kč) .....	53
Tabulka 3.14 – Struktura rezerv (v tis. Kč).....	54
Tabulka 3.15 - Úprava odložené daňové pohledávky (v tis. Kč).....	55
Tabulka 3.16 – Výše jiných pohledávek a jiných závazků (v tis. Kč) .....	56
Tabulka 3.17 - Přecenění měnových forwardů (v tis. Kč) .....	56
Tabulka 3.18 – Úprava jiných závazků (tis. Kč).....	57
Tabulka 3.19 – Úprava krátkodobě explicitně neúročených závazků závazků (tis. Kč).....	57
Tabulka 3.20 - Vyčíslení operativních aktiv NOA (v tis. Kč) .....	58
Tabulka 3.21 - Vyčíslení investovaného kapitálu C (v tis. Kč) .....	58
Tabulka 3.22 - Úprava o prodej dlouhodobého majetku (v tis. Kč).....	59
Tabulka 3.23 - Úprava o ostatní provozní výnosy a náklady (v tis. Kč).....	60
Tabulka 3.24 - Úprava NOPAT o náklady na výzkum a vývoj (v tis. Kč) .....	60
Tabulka 3.25 - Tvorba a zúčtování rezerv (v tis. Kč) .....	61
Tabulka 3.26 - Úprava NOPAT o položku změna stavu rezerv a opravných položek (v tis. Kč) .....	61
Tabulka 3.27 - Položky finanční činnosti zahrnuté do NOPAT (v tis. Kč) .....	61

Tabulka 3.28 - Položky finanční činnosti vyloučeny z NOPAT (v tis. Kč).....	62
Tabulka 3.29 - Výše odložené daně (v tis. Kč) .....	62
Tabulka 3.30 - Vyčíslení operativního výsledku hospodaření NOPAT (v tis. Kč) .....	62
Tabulka 3.31 - Náklady cizího kapitálu společnosti Fatra (v tis. Kč) .....	63
Tabulka 3.32 - Bezriziková sazba .....	63
Tabulka 3.33 - Riziková přírážka za finanční stabilitu (v tis. Kč) .....	64
Tabulka 3.34 - Riziková přírážka za velikost podniku (v tis. Kč) .....	65
Tabulka 3.35 - Riziková přírážka za podnikatelské riziko (v tis. Kč).....	65
Tabulka 3.36 - Průměrné náklady kapitálu nezádlužené společnosti.....	65
Tabulka 3.37 - Náklady na vlastní kapitál společnosti Fatra, a.s. ....	66
Tabulka 3.38 - Váhy složek kapitálu (v tis. Kč).....	66
Tabulka 3.39 - Průměrné náklady kapitálu společnosti Fatra, a.s. ....	66
Tabulka 3.40 - Výpočet ukazatele EVA v absolutním a relativním vyjádření (v tis. Kč) .....	67
Tabulka 3.41 – Vyčíslení NOPAT bez nákladových úroků (v tis. Kč).....	68
Tabulka 3.42 - Výpočet ukazatele EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí (v tis. Kč) ...	68
Tabulka 3.43 - Poměrové ukazatele a ukazatele EVA .....	68
Tabulka 3.44 - Hodnoty dosazované do pyramidového rozkladu ukazatele EVA (v tis. Kč) .	69
Tabulka 3.45 - Vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel $EVA_E$ v letech 2006 – 2007 ..	70
Tabulka 3.46 - Vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel $EVA_E$ v letech 2007 – 2008 ..	71
Tabulka 3.47 - Vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel $EVA_E$ v letech 2008 – 2009 ..	72
Tabulka 3.48 – Altmanův model pro společnost Fatra, a.s. ....	73
Tabulka 3.49 - Index IN pro společnost Fatra, a.s. ....	74
Tabulka 3.50 - Králickův Quicktest pro společnost Fatra, a.s. ....	75
Tabulka 3.51 - Index bonity pro společnost Fatra, a.s. ....	75

# SEZNAM GRAFŮ, SCHÉMAT

## Seznam grafů

Graf 3.1 - Vývoj výsledku hospodaření v analyzovaném období 2006 – 2009 (v tis. Kč).....	41
Graf 3.2 – Srovnání ROE společnosti Fatra s bezrizikovou sazbou v analyzovaném období 2006 – 2009 .....	43
Graf 3.3 - Vývoj dlouhodobé a krátkodobé zadluženosti v analyzovaném období 2006 – 2009 .....	44
Graf 3.5 - Vývoj pohotové likvidity v analyzovaném období 2006 - 2009 .....	46
Graf 3.4 - Vývoj běžné likvidity v analyzovaném období 2006 – 2009 .....	46
Graf 3.6 - Vývoj doby obratu pohledávek a závazků z obchodních vztahů v analyzovaném období 2006 - 2009 .....	47
Graf 3.8 – Srovnání ROE s odvětvím .....	76
Graf 3.7 - Srovnání ROA s odvětvím.....	76
Graf 3.9 – Srovnání ukazatele koeficient samofinancování s odvětvím .....	77
Graf 3.10 – Srovnání ukazatele obrát aktiv s odvětvím .....	77
Graf 3.12 - Srovnání ukazatele okamžité likvidity s odvětvím.....	78
Graf 3.11 - Srovnání ukazatele běžné likvidity s odvětvím .....	78
Graf 3.13 - Srovnání ukazatele Osobní náklady/Výnosy s odvětvím .....	79
Graf 3.14 - Srovnání marže s odvětvím .....	79

## Seznam schémat

Schéma 2.1 – Pyramidový rozklad ukazatele EVA .....	29
---	----



# PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne .....

.....  
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

## SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha 1 Rozvaha společnosti Fatra, a.s. za sledované období 2006 – 2009
- Příloha 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti Fatra, a.s. za sledované období 2006 – 2009
- Příloha 3 Doplňující údaje k výkazům z přílohy k účetní závěrce společnosti Fatra, a.s. za sledované období 2006 – 2009
- Příloha 4 Pyramidový rozklad ukazatele EVA společnosti Fatra, a.s. pomocí funkcionální metody za sledované období 2006 - 2009
- Příloha 5 Váhy za jednotlivé odvětví pro ukazatele obsažené v modelu IN